

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

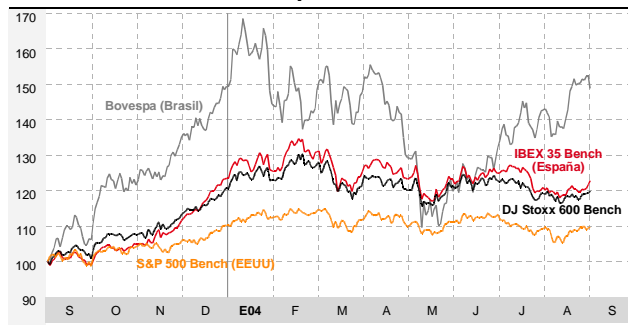
Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jgomez.madrid@sinvest.es

Manuel Preto
(351) 21-389-3623
manuel.preto@bsnp.pt

Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
Cbergon.madrid@sinvest.es

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 2-Sept	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	236,1	0,7	-0,3	-2,0	3,0
S&P 500	1.118,3	1,2	1,7	-2,0	0,6
Bono a 10 a. zona euro	4,04	0,1	-2,9	-5,6	-5,0
Bono a 10 años EEUU	4,21	-0,8	-5,2	-8,5	-1,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6
Tipo interés 3M EEUU	1,59	2,7	7,6	25,9	73,2
Euro-dólar	1,22	1,3	1,0	0,0	-3,1
Barril de Brent (US\$)	41,7	2,8	-0,9	24,5	36,9
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,2	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04P	05P	04P	05P	BpA	EBITDA	04P	05P
CAC40	14,2	12,4	8,0	7,1	18,3	5,6	2,6	2,4
DAX30	14,3	12,0	6,0	5,3	32,3	4,8	2,7	2,1
MIB30	15,0	16,3	6,1	5,7	23,8	6,6	5,1	2,6
PSI20	15,8	13,4	8,0	7,3	21,1	7,7	3,1	2,1
IBEX35	15,3	12,7	7,7	6,7	19,6	7,2	3,2	3,1
DJ Stoxx 600	14,6	13,2	6,9	6,1	13,2	6,0	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	13,9	12,9	7,7	7,2	6,2	4,7	3,3	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,3	12,0	6,6	6,0	8,0	5,0	3,4	2,4
P. lb. B. capital	12,4	10,6	6,2	5,5	53,4	14,1	2,9	1,7
P. lb. Construcc.	12,6	11,3	7,4	6,7	8,3	15,2	2,2	1,9
P. lb. B. cons.	17,9	15,3	8,3	7,3	25,3	12,2	1,9	3,7
P. lb. Serv. cons.	19,0	18,3	11,8	10,9	8,6	7,8	1,4	2,9
P. lb. Financ.	13,1	11,9	n.d.	n.d.	16,2	n.d.	3,2	1,9
P. lb. Petr. y gas	10,9	10,6	5,5	5,4	0,3	6,9	3,6	1,7
P. lb. TMTs	22,2	18,4	7,1	6,4	-184	8,5	2,7	3,7
P. lb. Utilities	12,9	11,6	8,1	7,4	9,8	5,7	4,3	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- El buen comportamiento relativo de los *small y mid caps* españoles en los últimos tres años y la notable prima frente a los *blue chips* (21%) nos han llevado a introducir algunos cambios en nuestra lista de favoritos.
- Cinco novedades en nuestra acertada cartera modelo de *small y mid caps* (+15% de comportamiento absoluto hasta la fecha): **Logista**, **Prisa**, **Uralita**, **Mapfre** y **NH Hoteles**. Mantenemos **Gamesa**.
- Otros valores para no perder de vista: **Tubacex**, **Ence** y **Amadeus**.

Puntos de interés

- Insistimos en nuestra recomendación de Comprar **Endesa**, dado su peor comportamiento relativo frente a las *utilities* españolas y europeas.
- La debilidad de los fundamentales macroeconómicos en la economía española invitan a reducir posiciones en el mercado español.
- Frente a esto, la economía portuguesa está firmemente encaminada a la recuperación.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 2-Sept	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.633,4	0,1	0,3	-2,7	2,1
DAX30	3.833,5	0,0	-0,8	-5,4	-3,3
MIB30	27.564	1,8	0,0	-2,2	3,2
PSI20	7.129,6	0,6	-0,4	-3,5	5,7
IBEX35	7.983,9	1,9	1,5	-1,2	3,2
DJ Stoxx 600	236,1	0,7	0,0	-2,0	3,0
DJ Stoxx 50	2.654,8	1,0	0,2	-1,2	-0,2
DJ Euro Stoxx 50	2.712,9	0,9	0,6	-3,5	-1,7
P. lb. B. capital	n.d.	1,5	1,9	3,6	12,8
P. lb. Construcción	n.d.	0,8	0,9	2,8	13,3
P. lb. B. consumo	n.d.	2,3	1,3	1,9	15,5
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,4	3,1	4,9	17,9
P. lb. Financieras	n.d.	2,4	2,2	-2,0	-3,9
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	3,4	-0,5	-0,4	9,7
P. lb. TMTs	n.d.	0,1	0,0	-3,2	2,7
P. lb. Utilities	n.d.	2,0	1,7	-0,9	7,7

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición SCH		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,2%	↓	↔	Crece la preocupación sobre la desaceleración de la economía española y el “sobrevalorado” sector inmobiliario. Los síntomas de una “desaceleración” en el sector podrían provocar la caída de los bancos españoles. Los bancos pequeños se han beneficiado de las especulaciones sobre fusiones, que parece han acabado de momento.	BPI, BES, B. Popular
Bienes de capital	5,7%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación de los precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	Gamesa, Tubacex, ENCE, Uralita
Construcción	4,2%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España ha estado expuesto principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Ebro Puleva, Aldeasa
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa aporta cierta seguridad a un sector afectado de manera negativa por la fuerte caída de los mercados bursátiles. El limitado descuento actual en las valoraciones por suma de las partes ofrece un potencial de revalorización limitado a las sociedades de cartera incapaces de mostrar una trayectoria de inversión convincente.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,3%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio “desgastado”.	Repsol YPF, Enagas
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Brisa, NH Hoteles, Logista, Aguas Barcelona
TMTs	27,9%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEM, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,7%	↓	↔	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

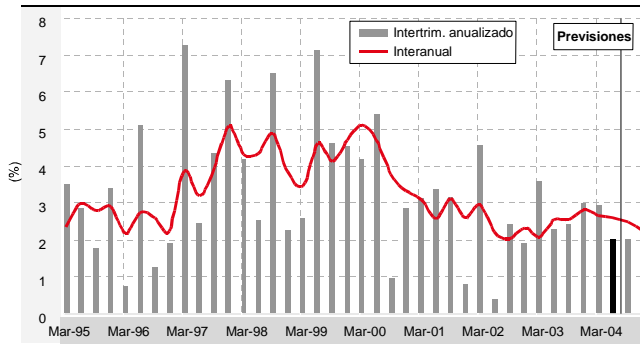
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
Cbergon.Madrid@sinvest.es

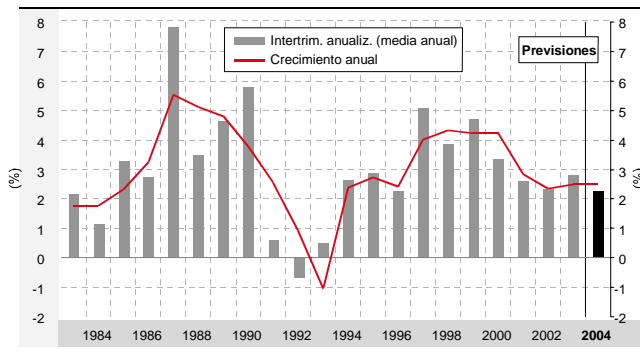
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa.madrid@sinvest.es

España – PIB, intertrim. anualiz., interan., 1995-2004E



Fuente: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

España – PIB, crecimiento anual, 1983-2004E



Fuente: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El Libro Beige de la Fed podría mostrar optimismo frente a la economía.
- (2) Los inventarios al por mayor subirían un 0,6% intermensual en julio.
- (3) Los precios de producción podrían sorprender al alza en agosto.
- (4) Esperamos una reducción del déficit de la balanza comercial en julio.

En la zona euro:

- (1) En Alemania, los pedidos de fábrica subirían en julio.
- (2) El PIB de la zona euro podría crecer un 0,5% intertrimestral en el 2T04E.
- (3) En Alemania, la balanza comercial podría reducir su superávit en julio.
- (4) En España, el IPC subiría ligeramente en agosto.
- (5) En Italia, previsión de subida del PIB de 0,3% intertrimestral, 1,1% interanual en el 2T04E.

Basándonos en los últimos datos publicados, creemos que la economía española registra una desaceleración. El crecimiento del PIB fue relativamente modesto en el 2T04, las ventas al por menor cedían y los datos de empleo de agosto han sido muy negativos. Sin embargo, el Gobierno mantiene sus previsiones de crecimiento anual del PIB. En nuestra opinión, los buenos tiempos de la economía española empiezan a quedar atrás.

En EEUU. Los datos anunciados la semana pasada deberían confirmar la sostenibilidad de la recuperación económica. El consumo privado fue bueno en julio y los ingresos no fueron tan débiles como parecía. Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor en el 2S04E, pero nada alarmante. En agosto el empleo mejoraba las previsiones; también eran buenos los datos de actividad y ganancias salariales. Resumiendo, no creemos que el escenario económico haya cambiado de forma significativa.

En la zona euro. Los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración en la economía europea y los indicadores de precios siguen señalando la relativamente moderada inflación futura. El BCE muestra su confianza en la recuperación económica de la zona euro elevando sus previsiones del PIB y del IPC para 2004 y 2005. Nosotros mantenemos las nuestras: 1,9% para el PIB en 2004E y sin previsión de subida de tipos de interés hasta el 1T05P.

Rincón macro: analizamos el crecimiento de la economía española, que creemos está inmersa en una desaceleración. El consumo privado y la inversión en construcción son los componentes del PIB más expuestos a esta desaceleración, con previsión de menor crecimiento a corto plazo. En el lado de la oferta, construcción y servicios serían los de peor comportamiento. No confiamos en que la recuperación de la inversión en bienes de capital y la contribución menos negativa del sector exterior consigan contrarrestar la menor contribución del consumo privado y la inversión en construcción.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	9:00	España	IPC (UE armonizado) (a)	Ago P	3,3	3,3	3,3
30-Ago	9:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Jun	-0,6/-3,2	0,1	0,7/2,0
	10:30	Italia	IPRI (m/a)	Jul	0,2/3,2	0,4/3,4	0,3/3,3
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Jul	0,2	0,5	0,1
	14:30	EEUU	Gastos personales	Jul	-0,7	0,7	0,8
	14:30	EEUU	Gastos pers. – Deflactor/Subyacente (a)	Jul	2,5/1,5	2,4/1,6	2,4/1,5
MARTES	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Jul	9,9	9,9	9,8
31-Ago	8:46	Francia	Variación del n°. de empleos	Jul	7.000	5.000	-10.000
	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Jul	3,5/7,3	–	7,4/6,3
	9:30	Italia	IPC (Nic incl. tabaco) (m/a)	Ago P	0,1/2,3	0,2/2,2	0,2/2,3
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Ago	–	2,4	2,3
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Ago	64,7	60,0	57,3
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Ago	105,7	103,0	98,2
MIÉRCOLES	8:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Jul	2,6/1,5 R	-0,4/-2,0	0,9/-0,9
1-Sep	9:00	España	PIB (desest.) (t/a)	2T	0,7/2,8 R	0,6/2,6	0,5/2,6
	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Ago	54,7	54,0	53,9
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Jul	9,0	9,0	9,0
		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumul.)	Ago	-100 mn/38.300 mn	–	4.200 mn/42.500 mn
	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Ago 29	-9	–	-11
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Ago 27	-6,3	–	-0,6
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Jul	0,0 R	0,4	0,4
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Ago	62,0	59,9	59,0
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Ago	77,0	78,5	81,5
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Ago	17,3 mn	16,8 mn	16,6 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Ago	14,1 mn	13,6 mn	13,5 mn
JUEVES	9:55	Alemania	Tasa de desempleo	Ago	12.000 R	10.000	24.000
2-Sep	9:55	Alemania	Tasa de desempleo BBK	Ago	9,9	9,9	9,9
	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Ago	10,6	10,6	10,6
	9:55	Alemania	Variación del n°. de empleos	Jun	-11.000	-10.000	-1.000
	10:00	España	Desempleo (m) neto	Ago	-41.000	–	13,2
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Jul	0,0/2,4	0,4/2,8	0,4/2,8
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Sep	2,00	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	2T F	2,9	2,8	2,5
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	2T F	1,9	2,0	1,8
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Ago 28	343.000	335.000	362.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Ago 21	2,88 mn R	–	2,88 mn
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Jul	1,2	1,0	1,3
VIERNES	9:30	Italia	Balanza comercial (total)	Jun	207 mn	-150 mn	-1.071 mn
3-Sep	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Ago	55,3	–	54,5
	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	Jul	2,1/1,1 R	-0,4/-	0,4/1,1
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Ago	5,5	5,5	5,4
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Ago	0,4/2,1 R	0,2/-	0,3/2,3
	14:30	EEUU	Var. en empleos no agrícolas	Ago	73.000 R	150.000	144.000
	14:30	EEUU	Var. en empleos de manufacturas	Ago	6.000 R	15.000	22.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Ago	33,8 R	33,7	33,8
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Ago	64,8	62,9	–

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LUNES 6-Sept	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Jul P	-3,4/4,2	1,5/5,9
MARTES	9:30	Italia	Confianza consumidor (no desest./desest.)	Ago	102,9/100,8	101,5/101,0
7-Sept	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	2T	0,6/1,3	0,5/2,0
	11:00	Zona euro	La CE publica estimaciones del PIB	3T/4T	–	–
	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Jul P	-1,4/2,7	0,9/1,5
MIÉRCOLES	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 5	-11	-12
8-Sept	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Jul	-32.000 mn	–
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Ago	95,0	94,0
	9:30	Italia	Balanza comercial no UE	Jul	-35 mn	–
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 3	-0,6	–
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed	–	–	–
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Jul	6,600 mn	7,000 mn
JUEVES	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Ago F	0,3/1,8	–
9-Sept	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente	Jul	8.200 mn	5.000 mn
	8:00	Alemania	Balanza comercial	Jul	14.700 mn	15.000 mn
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Jul	-5,9	2,0
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Jul	-4,9	2,4
	9:00	España	Producción indust. (a) (no desest./ajust.)	Jul	5,7/3,6	-2,0
	9:30	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Jun	-1,2/2,4	0,9/2,4
	9:30	Italia	Ventas industriales (m/a)	Jun	-1,4/2,8	2,7/2,8
	10:00	Zona euro	El BCE publica informe mensual sept.	–	–	–
	13:00	Reino Unido	El Banco de Inglaterra anuncia tipos	Sep 9	4,75	4,75
	14:30	EEUU	Precios importación (m/a)	Ago	0,2/5,5	0,6/-
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 4	362.000	347.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Ago 28	3,88 mn	2,86 mn
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor (m)	Jul	1,1	0,6
VIERNES	8:45	Francia	Balanza comercial	Jul	-304 mn	-100 mn
10-Sept	9:00	España	IPC (m/a)	Ago	-0,8/3,4	0,5/3,3
	9:00	España	IPC subyacente (m/a)	Ago	-1,0/2,8	-2,8
	9:30	Italia	PIB (t/a)	2T F	0,4/0,7	0,3/1,1
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Ago	0,1/4,0	0,2/-
	14:30	EEUU	Precios de producción subyacentes (m/a)	Ago	0,1/1,7	0,1/-
	14:30	EEUU	Balanza comercial	Jul	-55.000 mn	-51.500 mn

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



RINCÓN DEL ESTRATEGA

REVISIÓN DE NUESTRO ANÁLISIS DE *SMALL Y MID CAPS*

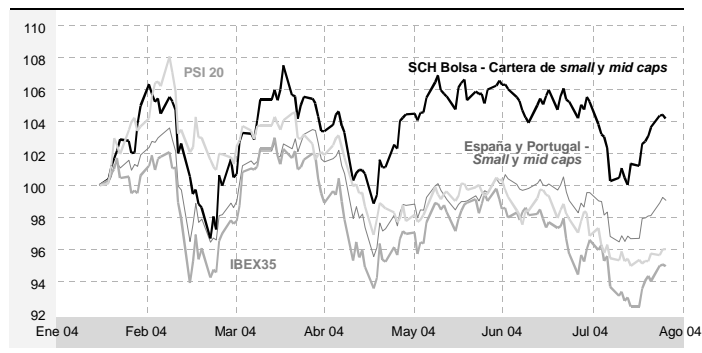
En el “Rincón” de esta semana, revisamos nuestras perspectivas para los *small y mid caps* españoles y analizamos por qué, tras su buen comportamiento relativo en los últimos años, ha llegado el momento, en nuestra opinión, de apostar por *blue chips*. Por lo tanto, es primordial acertar en la selección de valores. El pasado 3 de septiembre publicábamos un informe sobre nuestra visión (“*Picking the Ripest*”).

LOS *SMALL Y MID CAPS* IBÉRICOS SIGUEN COTIZANDO CON UNA PRIMA DEL 21%

Los *small y mid caps* (SMCs) han seguido superando a los *large caps* desde principios de año; los SMCs de España y Portugal se han apreciado un 9%, mientras que el IBEX35 se ha mantenido prácticamente estable (mejor comportamiento relativo del 8,6%) y el portugués PSI20 se ha apreciado un 4,7% (un 4,5% en términos relativos). Ahora mismo, los SMCs de España y Portugal siguen cotizando con una prima del 21% respecto a los *large caps* en términos del PER 2005P, frente a su descuento histórico del 15%. Los SMCs cotizan a un PER 2005P de 14,5x, comparado con 12,0x de los *large caps*. Este excelente comportamiento ha sido una constante desde 2001 gracias a la menor exposición que presentan los SMCs a Latinoamérica y la mejor visibilidad de los beneficios. Nuestra selección de valores para este año de momento se ha basado en el comportamiento de la **Cartera modelo de *small y mid caps* de Santander Central Hispano Bolsa**, que ha superado a los SMCs de España y Portugal en un 4,8% y a los *large caps* en un 13,4%, con un comportamiento absoluto del 15,3%.

Los SMCs de España y Portugal siguen cotizando con una prima del 21% respecto a los *large caps* en términos del PER 2005P

SCH Bolsa – Cartera de SMC



Fuente: Santander Central Hispano Bolsa y JCF.

SANTANDER CENTRAL HISPANO BOLSA – CARTERA DE *SMALL Y MID CAPS*

Los *small caps* tienden a destacar en la primera fase de la recuperación económica, mientras que en la fase siguiente, suelen comportarse peor. Los sectores cíclicos representan el 54% de los SMCs en España y Portugal, todavía por debajo de la media europea del 82%, pero muy por encima de los *large caps* de España y Portugal (40%). Sin embargo, apreciamos una desaceleración de la tasa de crecimiento de la economía española y una aceleración del PIB de Portugal.

En este entorno, la selección de valores ha cobrado una importancia aún mayor. Hemos buscado compañías con catalizadores claros, que no hayan recibido la atención del mercado o que hayan registrado un mal comportamiento recientemente. Además, el nuevo tratamiento contable resultante de la introducción el próximo año de las NIIF (los nuevos criterios contables establecidos por el IASB) podría tener un impacto positivo del 7-8% en el BpA publicado en el mercado español y, en consecuencia, podría traducirse en una reducción de los ratios PER, aunque sin impacto en las valoraciones. El fondo de comercio ya no se amortizará en términos anuales; por el contrario, se llevará a cabo una verificación de su valor todos los años. En consecuencia, esperamos ver mayores BpA en aquellas compañías que registraron cargas elevadas por amortización de fondo de comercio. Por ejemplo, Prosegur, Cimpor, Jerónimo Martins y Abengoa deberían todas ellas reformular su BpA en más de un 30%, mientras que Logista debería revisar el suyo en un 20%.

Hemos efectuado algunos cambios en nuestra cartera modelo. Introducimos:

- **Logista**, tras la excelente operación de Etinera y debido a su perfil defensivo. Incluimos a Logista en nuestra cartera modelo porque: (1) el esperado *re-rating* debido a la transacción correspondiente a Etinera debería continuar; y (2) está en disposición de ser uno de los principales beneficiarios de la introducción de las NIIF (la nueva normativa contable introducida por el IASB) el próximo año y su BpA debería aumentar casi un 20% en 2005P.
- **Prisa**, en vista de los estrechos vínculos que la compañía mantiene con el nuevo Gobierno socialista de España. Bajo las NIIF, el BpA 2005P debería aumentar un 15%. La inercia de los beneficios de Prisa probablemente seguirá determinado por *El País*, dado el fuerte apalancamiento operativo de sus ingresos por publicidad (48% del total a finales de 2004E).
- **Uralita**, ya que creemos que el equipo gestor actual seguirá añadiendo valor mediante la reestructuración de las diferentes unidades de negocio y posiblemente venderá la compañía a medio plazo. De conformidad con las NIIF, el BpA se debería revisar en un 12%.
- **Corporación Mapfre**, tras la caída del 25% en la cotización desde la ampliación de capital de marzo. Creemos que Mapfre se destacará gracias a su: (1) mejora de resultados en la mayoría de las áreas de negocio; (2) estructura de balance conservadora; (3) fuerte comportamiento operativo; (4) acertada política de adquisiciones en el futuro; y (5) valoración atractiva (PER 2005P de 11,5x). Según las NIIF, el BpA debería aumentar un 11% en 2005P.
- **NHH**, ya que estamos viendo una recuperación de los ingresos por habitación disponible en Alemania y creemos que todas las malas noticias sobre la debilidad de los datos del mercado español ya están reflejadas en la cotización. Bajo las NIIF, el BpA 2005P debería aumentar un 8%.

Sólo mantenemos a **Gamesa** en nuestra cartera modelo. Gamesa es la apuesta más clara en energías renovables en un entorno de precios del crudo elevados. Además, según las NIIF, el BpA de Gamesa debería revisarse un 9% en 2005P.

Por otro lado, sacamos **Brisa**, **Abengoa**, **Tubacex** y **Ence** de nuestra cartera, ante el fuerte comportamiento acumulado en el año del 13,3%, el 25,0%, el 10,0% y el 32,4%, respectivamente. También abandonamos **Indra**, al considerar que carece de catalizadores positivos en los meses que se avecinan.



Las acciones que menos nos gustan

A nuestro juicio, algunas compañías (véase la fig. 10) carecen de atractivo en términos de valoración o por la debilidad de sus beneficios. En estos momentos, las acciones que menos nos gustan son: Acerinox, Metrovacesa, Sol Meliá, Zardoya Otis, Zeltia, Faes, TelePizza y Viscofán.

POSIBLES SORPRESAS POSITIVAS

A continuación, observamos algunos nombres de segunda fila que, a nuestro juicio, podrían sorprender favorablemente en 2004E-05P: Tubacex, Ence y Amadeus.

Tubacex (Comprar, precio objetivo 2,00 €/acción)

Tubacex (TUB) es un operador cíclico de la industria de acero inoxidable, caracterizada por el escaso número de operadores (no hay riesgo de exceso de capacidad) y la reducida volatilidad de sus precios de base. Los próximos dos años serán un reto ya que: (1) el plan de profunda reestructuración debería empezar a dar frutos; y (2) Tubacex pretende crecer de forma orgánica con objeto de convertirse en el líder del sector.

Ence (Comprar, precio objetivo 28,00 €/acción)

La valoración excesivamente barata de Ence y el conocimiento por parte del mercado de su cobertura frente al dólar impulsaron su carrera alcista de principios de año (+32% acumulado en el año). Sin embargo, la recuperación de los precios de la pasta de papel, que previsiblemente alcanzarán un máximo en 558 €/tonelada en 2005P (actualmente en 432 €/tonelada) después de tocar fondo en el 1T04, y la probable especulación en torno a sus principales accionistas ante la finalización del periodo de *lock-up* (1 de enero de 2005), deberían aumentar el *momentum* de Ence.

Además del inminente vencimiento del periodo de *lock-up*, los permisos medioambientales que Ence ha obtenido para una inversión de 400 mn US\$ en una fábrica de pasta de papel en Uruguay podrían dar lugar a actividad corporativa con uno de los productores escandinavos. Ence elevó recientemente sus dividendos y, debido a sus limitaciones financieras, no puede desarrollar por sí solo la fábrica de Uruguay sin recurrir a una ampliación de capital. Al mismo tiempo, los productores escandinavos están interesados en una expansión estratégica en áreas de costes bajos denominados en dólares, pero carecen de los permisos medioambientales necesarios.

Amadeus (Comprar, precio objetivo 6,85 €/acción)

Revisamos al alza nuestra recomendación para Amadeus de Mantener a Comprar, ya que consideramos que su cotización aún no refleja plenamente la prima por actividad corporativa. Las aerolíneas accionistas (Air France, Iberia y Lufthansa) están siendo asesoradas acerca de la posible venta de sus participaciones a fondos privados de renta variable en EEUU (como Carlyle, KKR, Bain Capital y TPG). De conformidad con la legislación española, un cambio en el control implicaría una oferta de adquisición sobre el 100% del grupo. Creemos que todas las aerolíneas partícipes venderían (incluyendo Air France, cuya intención manifestada de mantenerse como un accionista importante podría servir de instrumento de negociación) y consideramos que la probabilidad de que prospere un acuerdo es elevada.

ATENCIÓN A...

En esta sección advertimos a los inversores sobre aquellas cuestiones o eventos que pueden afectar a las cotizaciones en los próximos meses, con el fin de aprovechar oportunidades tanto a corto como a largo plazo. La fig. 11 resume, a continuación, algunos asuntos —especialmente la tendencia de los beneficios y posibles cambios regulatorios— que merecen un seguimiento atento.

Atención a...

Tendencia positiva de los beneficios	Decepción en los beneficios	Regulación
Gamesa: venta de parques eólicos y negocio aeronáutico	Sector inmobiliario: ¿el ciclo llega a un máximo? Metrovacesa, Urbis, Fadesa y Colonial	Prisa: emisión de una nueva licencia de TV en abierto
NH Hoteles: alto apalancamiento a una posible recuperación de la economía alemana	Iberia: elevados precios del crudo	Enagás y REE: mercado único ibérico
Tubacex: presentación estratégica el 5 de octubre	TPI: retraso en la consecución del umbral de beneficios en las operaciones brasileñas	Abengoa y Gamesa: nueva ley sobre la energía en EEUU
Uralita: venta de negocios no estratégicos	Viscofan: débiles condiciones operativas	Aldeasa: negociaciones entre Iberia y Aena sobre la nueva terminal de Barajas
Prisa: mejores condiciones para la publicidad en prensa	Bancos pequeños: desaceleración del crecimiento del segmento hipotecario	
Brisa: mejores datos de tráfico debido a la recuperación económica		Enagás: definición del Nuevo Plan Nacional de Energía en el 1S05

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Positivas: IDR, GAM, NHH, TUB
Negativas: sector inmobiliario, IBLA

Los inversores deberían fijarse en la capacidad de algunas compañías para dar sorpresas en el capítulo de los beneficios, tanto al alza como a la baja. Creemos que los beneficios de Gamesa, NH Hoteles, Tubacex, Uralita, Prisa y Brisa disfrutarán de una tendencia positiva, pero esperamos unos resultados débiles en TPI y Viscofán.



NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Indices	2-Sep Close	D/D %		MTM %		YTD %	
		Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	976	1.4	1.3	1.4	1.0	-8.9	-11.2
Brazil	22,688	0.8	0.3	1.1	4.6	2.0	0.3
Chile	1,635	-0.1	0.4	7.4	10.5	10.1	4.5
Colombia	3,155	0.5	-0.2	7.8	10.0	35.2	46.7
Mexico	10,423	0.9	0.2	2.4	1.8	18.5	15.6
Peru	2,844	0.0	-0.2	0.2	1.3	16.8	19.8
Venezuela	27,247	-0.4	-0.4	4.5	4.5	22.7	2.6
Latam (IFC)	1,155	--	0.6	--	5.2	--	8.1

Country	Risks	Int Rates	FX	Trading Vol.		Mkt Cap ¹
				Local	ADR	
Argentina	5174	1.1	3.00	22.5	7.3	13,401
Brazil	519	16.0	2.94	394.0	205.8	141,888
Chile	71	2.0	625	56.0	13.7	60,730
Colombia	406	7.8	2563	5.3	0.1	3,239
Mexico	184	7.3	11.51	139.0	128.6	116,590
Peru	362	9.0	3.37	1.8	11.5	7,439
Venezuela	549	9.5	1918	1.2	2.1	2,258
Latam	--	--	--	619.8	369.1	345,545

Valoración del universo SCHI

	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR		
	P/BV	04E	05E	04E	05E	Earn	EBITDA
Argentina	1.5	12.9	10.6	5.9	5.1	NM	29%
Brazil	1.3	8.3	8.4	4.3	4.0	37%	15%
Chile	1.9	20.4	19.3	11.2	10.6	41%	11%
Colombia	1.5	10.8	8.1	7.1	6.1	28%	19%
Mexico	1.9	12.7	11.2	6.2	5.4	24%	10%
Peru	2.1	14.8	15.1	8.4	8.2	11%	28%
Venezuela	1.2	18.6	8.2	3.0	2.3	84%	5%
Latin America	1.6	11.1	10.5	5.8	5.3	38%	13%
Cement/Constr	1.7	10.7	9.5	6.4	5.6	36%	10%
Conglomerates	1.0	11.8	9.6	5.7	5.2	32%	2%
Electric Utilities	0.6	10.8	9.0	6.5	5.6	NM	10%
Financial Svcs	1.8	9.0	7.9	NA	NA	18%	NA
Food/Beverage	1.6	13.0	11.4	6.1	5.4	22%	20%
Miscellaneous	2.7	12.0	10.0	3.5	2.6	29%	13%
Oil, Gas/Chem.	1.6	7.9	9.5	5.6	5.6	27%	17%
Pulp & Paper	1.7	22.6	24.8	12.9	13.3	4%	7%
Retail	2.3	20.1	16.5	10.7	9.1	20%	18%
Steel/Mining	2.2	9.7	11.0	6.5	7.0	58%	16%
Telecom/Media	1.8	11.2	9.9	3.8	3.4	65%	12%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	03E	04P	03E	04F	03E	04F
Argentina	6,8	3,0	6,5	9,0	3,2	8,3
Brasil	4,1	3,0	7,6	6,0	16,2	15,7
Chile	5,1	4,5	2,7	2,8	2,0	3,4
Colombia	3,9	4,0	6,3	5,9	7,9	9,1
México	4,0	4,2	4,0	3,5	6,3	6,6
Perú	4,1	3,8	3,0	2,5	9,9	11,0
Venezuela	10,9	3,7	22,9	29,4	17,0	30,2
Latinoamérica	4,8	3,6	6,4	6,3	n.s.	n.s.

(1) Capitalización bursátil en mn US\$, basado únicamente en nuestro universo de recomendaciones de 113 compañías latinoamericanas. La TACC a 3 años se refiere a 2002-05P. Fuentes: Bloomberg, datos de las compañías y estimaciones SCH Investment.

Estrategia

El 25 de agosto publicábamos *Strictly Macro Report* sin grandes cambios en las estimaciones conjuntas para la región. Nuestro equipo de analistas de Latinoamérica espera que el crecimiento del PIB siga en el 4,8% para 2004E y en el 3,6% para 2005P. Este año la inflación de la zona podría aumentar 20 pb debido a la subida de la inflación del IPCA brasileño desde el 7,1% al 7,7%. La previsión de la balanza por cuenta corriente se sitúa en el 1,3% frente al 1,1% del PIB para 2004E, y 0,1% frente al -0,2% del PIB para 2005P. En ambos casos, los cambios vuelven a obedecer a revisiones en Brasil. Por países destacamos lo siguiente:

- En **Argentina** no hay cambios en los indicadores económicos. Mantenemos nuestra estimación del PIB para 2004E en el 6,8% y en el 3,0% para 2005P. La inflación podría mantener su tendencia alcista, situándose en el 6,5% en 2004E y 9,0% en 2005P. Esperamos una desaceleración del sector exterior, con la balanza por cuenta corriente en 8.500 mn € en 2004E y 2.200 mn € en 2005P.
- En **Brasil** introducimos algunos cambios motivados por nuestra previsión de los tipos de interés a corto plazo. Ya comentamos que no esperamos bajada de los tipos en los próximos trimestres. En una nota reciente subíamos nuestra previsión para la tasa Selic para finales de año del 16% al 17%; concretamente, esperamos una subida de 50 puntos básicos en la reunión del COPOM del 15 de septiembre. Por otro lado, incrementamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2004E, del 3,8% al 4,1%, condicionado principalmente por los fuertes indicadores de actividad publicados para el 2T04. El sector exterior sigue fuerte y apostamos por una contribución positiva en los próximos meses (previsión de balanza comercial para 2004 de 33.500 mn US\$)
- En **México**, mantenemos nuestras estimaciones de crecimiento del PIB del 4% para finales de 2004E. En términos de inflación, también mantenemos la subida del 4% para 2004E y del 3,5% para 2005P. En general, el escenario económico se ha mantenido en el mismo nivel en los últimos meses y tampoco esperamos grandes sorpresas en los próximos meses.

En cuanto a los últimos acontecimientos sucedidos en la región, destacamos lo siguiente:

Argentina

Sin duda, lo más destacable es la reunión entre el FMI y autoridades del Gobierno argentino. La negociación se centró principalmente en tres cuestiones: (1) la refinanciación de los 1.000 mn US\$ que el Gobierno debería pagar como parte de los 2.400 mn US\$ de vencimiento del principal en lo que queda de año; (2) la continuación de las negociaciones con el Fondo a principios de 2005; y (3) los nuevos objetivos fiscales para 2005.

Brasil

Destacaríamos el mensaje enviado por el COPOM en su última reunión. El Banco Central consideraba que la estabilidad de la tasa Selic es suficiente para acercar la inflación a los objetivos en un periodo de 12 a 18 meses, aunque desde julio los riesgos de tener que adoptar otras iniciativas son mayores. Esto se debe principalmente a la presión ejercida por la subida internacional del precio del petróleo, que afecta al conjunto de costes controlados por el Gobierno pero también eleva las previsiones de inflación.

Por otro lado, la inflación en agosto sigue mostrando signos de presión: a +1,22%, el IGP-M en agosto superaba nuestras expectativas (0,86%) y las de mercado (entre 0,75% y 0,95%).

Conviene destacar el dato del PIB para el 2T04, publicado la semana pasada, que superaba las expectativas con un crecimiento del 5,7%. Por sectores, el de servicios lideró el crecimiento, añadiendo un 2,5% sobre el 1T, seguido por el de industria. En términos de demanda, el PIB volvía a dar datos muy positivos, con las exportaciones arrastrando el crecimiento.

México

Lo más importante fue la subida de los tipos de interés por parte del Banco Central de México en un intento por detener la inflación. El Banco de México incrementaba la cantidad de dinero que los bancos comerciales prestan a tipos más altos, de 41 mn de pesos al día a 45 mn de pesos.

Por otro lado, las previsiones para la inflación en la encuesta de expectativas económicas del Banco de México aumentaban desde el 4,14% de los meses anteriores hasta el 4,33% en agosto. Tras unos datos del PIB por encima de lo previsto en julio y primera mitad de agosto, los economistas vuelven a incrementar sus expectativas para la inflación. Igualmente, la estimación del IPC para 2005 se corregía desde el 3,88% en la encuesta de julio hasta el 3,91%.



PUNTOS DE INTERÉS

- Durante la época vacacional, hemos revisado nuestra recomendación de **Logista** (Comprar; precio objetivo: 38,00 €) animados por la operación no dilutiva de Etinera. También mejoramos nuestra recomendación de **Amadeus** (Comprar; precio objetivo: 6,85 €) tras la confirmación de un posible cambio en la estructura accionarial. Por último, revisamos la recomendación de **NH Hoteles** (Comprar; precio objetivo: 10,60 €), dado que las malas noticias sobre la evolución de los hoteles españoles ya están descontadas y que los signos de mejora de la demanda alemana son mayores.
- **TEM** (Comprar; precio objetivo: 10,55 €) y **Portugal Telecom** (Mantener; precio objetivo: 10,20 €) anunciaban la adquisición de participaciones minoritarias de cuatro operadores pequeños pertenecientes a Vivo, su *joint venture* en telefonía móvil en Brasil, con una inversión total de 420 mn €. La expansión en el próspero mercado brasileño de la telefonía móvil confirma que este mercado en Latinoamérica seguirá sorprendiendo al mercado.
- Tras el notable mal comportamiento relativo hasta la fecha, revisamos al alza **Corp. Mapfre** (Comprar; precio objetivo: 11,00 €). La compañía ofrece un perfil defensivo dentro del sector de las aseguradoras (con sólo un 5% de su inversión financiera en mercados bursátiles), una posición líder en el boyante mercado español y una exposición menor a Latinoamérica.
- En los últimos meses, los mercados bursátiles latinoamericanos han registrado un buen comportamiento, especialmente en Brasil, dada la estabilidad política y los buenos datos macroeconómicos. En el sector eléctrico, la subida de las tarifas en Argentina, la mejora del entorno regulatorio tras los últimos cortes en Chile y la fuerte demanda en Brasil justifican nuestra apuesta por **Endesa** (Comprar; precio objetivo: 18,50 €)
- La debilidad de los datos macroeconómicos en España (desaceleración del crecimiento del PIB hasta el 2,6% interanual), la desaceleración del consumo y la construcción y las malas noticias que llegan del sector turístico (fuerte descenso de las tasas de ocupación en las áreas costeras, la presión sobre los precios, etc.) dibujan una imagen poco halagüeña del mercado español para los próximos meses. Mantenemos la prudencia que venimos defendiendo desde marzo.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2004P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
23-Jul-04	Acerinox	Infracompr.	Infracompr.	45,00	35,80	26	3,93	1,84	114	Rerating de sus comparables, buenos resultados
11-Ago-04	Corp. Mapfre	Comprar	Infracompr.	11,00	10,50	5	0,83	0,83	0	Precio
19-Ago-04	Logista	Comprar	Infracompr.	38,00	27,00	41	1,86	1,80	3	Transacción de Etinera
30-Ago-04	Uralita	Comprar	Comprar	4,00	3,13	28	0,20	0,16	27	Buenas expectativas
02-Sep-04	Amadeus	Comprar	Mantener	6,85	6,55	5	0,33	0,32	3	Oferta potencial por parte de compañías de capital riesgo
02-Sep-04	Iberia	Mantener	Mantener	2,35	2,70	-13	0,19	0,20	-5	Petróleo a 45 US\$, posible aceleración de consolidación del sector
02-Sep-04	NHH	Comprar	Infracompr.	10,60	10,60	0	0,41	0,41	0	Precio
02-Sep-04	Logista	Comprar	Comprar	45,60	38,00	20	1,86	1,86	0	Transacción de Etinera
02-Sep-04	Sol Meliá	Infracompr.	Infracompr.	6,70	6,70	0	0,27	0,31	-13	Empeoramiento de las condiciones de negociación
02-Sep-04	Zardoya Otis	Infracompr.	Infracompr.	18,55	17,50	6	0,63	0,56	13	Buen comportamiento en el 1S04
02-Sep-04	Barón de Ley	Comprar	Comprar	35,00	38,40	-9	2,47	2,91	-15	Revisión previsiones de ventas
02-Sep-04	Cortefiel	Mantener	Infracompr.	10,35	9,00	15	0,65	0,62	5	Precio
02-Sep-04	Prosegur	Mantener	Comprar	14,10	15,00	-6	0,77	0,97	-21	Comportamiento débil
02-Sep-04	SOS	Infracompr.	Infracompr.	20,50	15,80	30	0,93	1,01	-8	Buen comportamiento en 1S04
02-Sep-04	TelePizza	Infracompr.	Infracompr.	1,35	1,25	8	0,09	0,08	13	Buen comportamiento en 1S04
02-Sep-04	Viscofán	Comprar	Infracompr.	7,30	8,10	-10	0,42	0,59	-29	Profit warning en 1S04

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Altadis	09-Ene-04	26,46	22,50	17,6	13,4	14,4	2,0	3,4	0,8	17,6	
Unión Fenosa	12-Feb-04	18,70	14,89	25,6	21,4	22,4	6,1	8,2	11,5	25,6	
Ferrovial	16-May-03	37,87	27,78	36,3	32,1	33,1	1,7	14,0	17,0	36,3	
Endesa	04-Sep-03	15,43	15,25	1,2	-3,0	-2,0	1,8	2,5	-2,8	1,2	
Repsol	17-Jul-03	17,21	15,46	11,3	7,1	8,1	-2,2	0,9	2,1	11,3	
Telefonica Móviles	16-May-03	8,45	8,28	2,1	-2,2	-1,1	2,2	1,3	-6,9	2,1	
Lista recom. large caps	–	141,29	123,14	14,7	10,5	11,5	n.d.	n.d.	n.d.	-4,9	
Large caps ibéricas	–	124,10	119,09	4,2	0,0	1,0	n.d.	n.d.	n.d.	8,7	
IBEX35	–	7.983,90	7.737,20	3,2	-1,0	0,0	1,1	1,0	-3,6	3,2	
PSI20	–	7.129,60	6.739,63	5,8	1,6	2,6	0,7	-1,3	-9,0	5,7	
DJ Stoxx 50	–	2.654,84	2.656,07	0,0	-4,3	-3,2	-0,1	-0,9	-4,7	-0,2	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Small y mid caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ence	09-Ene-04	22,89	17,15	33,5	22,0	30,3	-0,5	5,2	3,8	33,5	
Gamesa	09-Ene-04	11,80	8,70	35,6	24,2	32,4	8,8	-6,2	6,4	35,7	
Indra	09-Ene-04	10,72	10,17	5,4	-6,1	2,2	1,9	4,6	-2,7	5,4	
Tubacex	14-Abr-04	1,58	1,42	11,3	-0,2	8,1	-3,7	0,6	-8,1	11,3	
Abengoa	12-Feb-03	7,10	5,77	23,1	11,6	19,9	-0,3	7,6	4,1	23,1	
Brisa	30-Sep-03	6,03	5,32	13,3	1,9	10,2	0,7	6,5	1,5	13,8	
Lista recom. SMC	–	146,04	125,49	16,4	4,9	13,2	n.d.	n.d.	n.d.	-20,4	
Small-mid caps ibéricas	–	133,60	119,86	11,5	0,0	8,3	n.d.	n.d.	n.d.	12,5	
IBEX35	–	7.983,90	7.737,20	3,2	-8,3	0,0	1,1	1,0	-3,6	3,2	
PSI20	–	7.129,60	6.739,63	5,8	-5,7	2,6	0,7	-1,3	-9,0	5,7	
DJ Small 200 Europe	–	117,07	107,91	8,5	-3,0	5,3	-0,7	-0,8	-4,4	8,4	

Nota: hemos incluido Logista, Prisa, Uralita, Corp Mapfre y NH Hoteles en nuestra lista de small y mid caps favoritos.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 2 de septiembre de 2004

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	2-Sep-04	31-Dic-03		Cartera modelo		Diferencia
				SCHB	IGBM	
Viscofán	7,64	7,05	8,4	0,99	0,11	0,88
Altadis	26,46	22,50	17,6	4,45	2,33	2,12
Aldeasa	24,00	20,00	20,0	0,98	0,15	0,83
Inditex	19,40	16,10	20,5	4,18	3,67	0,51
Total bienes de consumo	1.103,95	949,53	16,3	10,60	8,20	2,40
Gamesa	11,80	8,69	35,8	1,39	0,87	0,52
Tubacex	1,58	1,42	11,3	1,00	0,06	0,94
Arcelor	14,29	13,67	4,5	3,22	0,50	2,73
Uralita	3,21	2,46	30,5	0,67	0,19	0,47
Grupo Empresarial Ence	22,89	17,15	33,5	1,22	0,17	1,05
Total bienes de capital	1.403,27	1.186,58	18,3	7,50	4,86	2,64
Endesa	15,43	15,25	1,2	5,58	4,95	0,62
Iberdrola	17,00	15,67	8,5	5,08	4,19	0,89
Repsol YPF	17,21	15,46	11,3	6,96	6,04	0,92
Enagás	9,25	8,60	7,6	1,55	0,40	1,15
Total energía	1.077,82	996,58	8,2	19,17	21,19	-2,03
ACS	13,96	12,90	8,2	2,93	1,49	1,44
Acciona	50,65	48,25	5,0	1,93	0,98	0,95
Ferrovial	37,87	27,78	36,3	2,68	1,61	1,07
Total construcción	1.452,35	1.307,60	11,1	7,54	6,25	1,29
BBVA	11,20	10,95	2,3	10,56	11,51	-0,95
Grupo Santander	8,23	9,39	-12,4	11,87	11,90	-0,03
Banco Pastor	24,83	24,34	2,0	0,85	0,41	0,44
Banco Popular	45,12	47,30	-4,6	3,50	3,11	0,39
Banesto	9,20	9,50	-3,2	0,22	0,22	0,00
Total servicios financieros	925,88	968,64	-4,4	27,01	31,80	-4,79
Telefónica	11,73	11,64	0,8	16,80	16,65	0,15
Telefónica Móviles	8,45	8,28	2,1	2,64	0,78	1,86
Indra	10,72	10,17	5,4	0,99	0,48	0,51
Recoletos	5,96	5,89	1,2	1,13	0,24	0,89
Total comunic. y serv. inform.	862,27	844,12	2,2	21,55	20,75	0,80
Aguas de Barcelona	14,65	11,83	23,8	1,64	0,57	1,08
Amadeus	5,75	5,15	11,7	2,50	0,74	1,76
Prosegur	12,77	12,90	-1,0	1,67	0,24	1,43
Total servicios	1.336,87	1.125,05	18,8	5,80	6,95	-1,15
Total IGBM	844,06	807,98	4,5	100,00	-	-
Cartera modelo SCHB	114,43	108,77	5,2	-	100,00	-

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de recomendaciones (final de año)¹

Comprar

Potencial alcista superior al 20%.

Mantener

Potencial alcista del 15%-20%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.



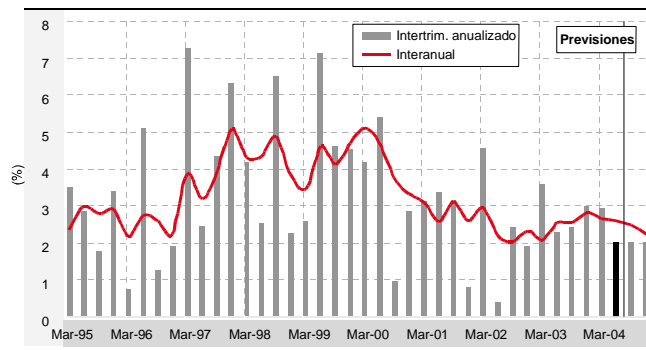
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
Cbergon.Madrid@sinvest.es

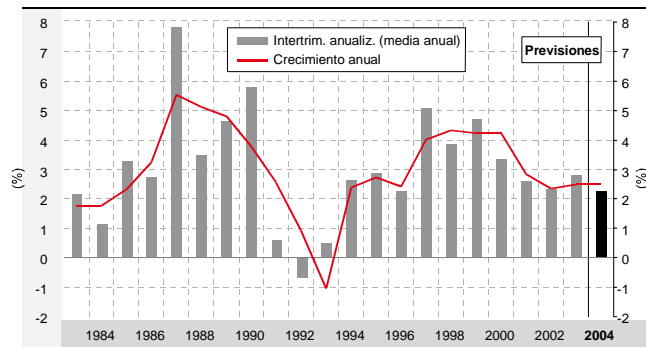
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa.madrid@sinvest.es

España – PIB, intertrim. anualiz., interan., 1995-2004E



Fuente: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

España – PIB, crecimiento anual, 1983-2004E



Fuente: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El Libro Beige de la Fed podría mostrar optimismo frente a la economía.
- (2) Los inventarios al por mayor subirían un 0,6% intermensual en julio.
- (3) Los precios de producción podrían sorprender al alza en agosto.
- (4) Esperamos una reducción del déficit de la balanza comercial en julio.

En la zona euro:

- (1) En Alemania, los pedidos de fábrica subirían en julio.
- (2) El PIB de la zona euro podría crecer un 0,5% intertrimestral en el 2T04E.
- (3) En Alemania, la balanza comercial podría reducir su superávit en julio.
- (4) En España, el IPC subiría ligeramente en agosto.
- (5) En Italia, previsión de subida del PIB de 0,3% intertrimestral, 1,1% interanual en el 2T04E.

Basándonos en los últimos datos publicados, creemos que la economía española registra una desaceleración. El crecimiento del PIB fue relativamente modesto en el 2T04, las ventas al por menor cedían y los datos de empleo de agosto han sido muy negativos. Sin embargo, el Gobierno mantiene sus previsiones de crecimiento anual del PIB. En nuestra opinión, los buenos tiempos de la economía española empiezan a quedar atrás.

En EEUU. Los datos anunciados la semana pasada deberían confirmar la sostenibilidad de la recuperación económica. El consumo privado fue bueno en julio y los ingresos no fueron tan débiles como parecía. Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor en el 2S04E, pero nada alarmante. En agosto el empleo mejoraba las previsiones; también eran buenos los datos de actividad y ganancias salariales. Resumiendo, no creemos que el escenario económico haya cambiado de forma significativa.

En la zona euro. Los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración en la economía europea y los indicadores de precios siguen señalando la relativamente moderada inflación futura. El BCE muestra su confianza en la recuperación económica de la zona euro elevando sus previsiones del PIB y del IPC para 2004 y 2005. Nosotros mantenemos las nuestras: 1,9% para el PIB en 2004E y sin previsión de subida de tipos de interés hasta el 1T05P.

Rincón macro: analizamos el crecimiento de la economía española, que creemos está inmersa en una desaceleración. El consumo privado y la inversión en construcción son los componentes del PIB más expuestos a esta desaceleración, con previsión de menor crecimiento a corto plazo. En el lado de la oferta, construcción y servicios serían los de peor comportamiento. No confiamos en que la recuperación de la inversión en bienes de capital y la contribución menos negativa del sector exterior consigan contrarrestar la menor contribución del consumo privado y la inversión en construcción.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
LUNES	9:00	España	IPC (UE armonizado) (a)	Ago P	3,3	3,3	3,3
30-Ago	9:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Jun	-0,6/-3,2	0,1	0,7/2,0
	10:30	Italia	IPRI (m/a)	Jul	0,2/3,2	0,4/3,4	0,3/3,3
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Jul	0,2	0,5	0,1
	14:30	EEUU	Gastos personales	Jul	-0,7	0,7	0,8
	14:30	EEUU	Gastos pers. – Deflactor/Subyacente (a)	Jul	2,5/1,5	2,4/1,6	2,4/1,5
MARTES	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Jul	9,9	9,9	9,8
31-Ago	8:46	Francia	Variación del n°. de empleos	Jul	7.000	5.000	-10.000
	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Jul	3,5/7,3	–	7,4/6,3
	9:30	Italia	IPC (Nic incl. tabaco) (m/a)	Ago P	0,1/2,3	0,2/2,2	0,2/2,3
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Ago	–	2,4	2,3
	16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Ago	64,7	60,0	57,3
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Ago	105,7	103,0	98,2
MIÉRCOLES	8:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Jul	2,6/1,5 R	-0,4/-2,0	0,9/-0,9
1-Sep	9:00	España	PIB (desest.) (t/a)	2T	0,7/2,8 R	0,6/2,6	0,5/2,6
	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Ago	54,7	54,0	53,9
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Jul	9,0	9,0	9,0
		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumul.)	Ago	-100 mn/38.300 mn	–	4.200 mn/42.500 mn
	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Ago 29	-9	–	-11
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Ago 27	-6,3	–	-0,6
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Jul	0,0 R	0,4	0,4
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Ago	62,0	59,9	59,0
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Ago	77,0	78,5	81,5
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Ago	17,3 mn	16,8 mn	16,6 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Ago	14,1 mn	13,6 mn	13,5 mn
JUEVES	9:55	Alemania	Tasa de desempleo	Ago	12.000 R	10.000	24.000
2-Sep	9:55	Alemania	Tasa de desempleo BBK	Ago	9,9	9,9	9,9
	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Ago	10,6	10,6	10,6
	9:55	Alemania	Variación del n°. de empleos	Jun	-11.000	-10.000	-1.000
	10:00	España	Desempleo (m) neto	Ago	-41.000	–	13,2
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Jul	0,0/2,4	0,4/2,8	0,4/2,8
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Sep	2,00	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	2T F	2,9	2,8	2,5
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	2T F	1,9	2,0	1,8
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Ago 28	343.000	335.000	362.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Ago 21	2,88 mn R	–	2,88 mn
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Jul	1,2	1,0	1,3
VIERNES	9:30	Italia	Balanza comercial (total)	Jun	207 mn	-150 mn	-1.071 mn
3-Sep	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Ago	55,3	–	54,5
	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	Jul	2,1/1,1 R	-0,4/-	0,4/1,1
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Ago	5,5	5,5	5,4
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Ago	0,4/2,1 R	0,2/-	0,3/2,3
	14:30	EEUU	Var. en empleos no agrícolas	Ago	73.000 R	150.000	144.000
	14:30	EEUU	Var. en empleos de manufacturas	Ago	6.000 R	15.000	22.000
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Ago	33,8 R	33,7	33,8
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Ago	64,8	62,9	–

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (desest. (desestacionalizada).

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

ECONOMÍA ESPAÑOLA: “BIENVENIDOS” A LA DESACELERACIÓN

La economía española registra una desaceleración. Esta es, al menos, nuestra opinión y lo que apuntan los últimos datos publicados. El crecimiento del PIB fue relativamente modesto en el 2T04, las ventas al por menor fueron débiles y los datos de empleo de agosto han sido muy negativos. Sin embargo, el Gobierno mantiene sus previsiones de crecimiento anual del PIB. En nuestra opinión, los buenos tiempos de la economía española empiezan a quedar atrás.



El Gobierno mantiene sus previsiones para el PIB español para 2004-05

El Ministro de Economía español mantiene las previsiones del Gobierno de crecimiento del PIB para 2004 y 2005. Según Pedro Solbes, la economía de nuestro país habría de crecer un 2,8% en 2004 y un 3,0% en 2005, a pesar de la subida del precio del petróleo y del retroceso del crecimiento del PIB en el 2T04 frente al 1T04. Según nuestros datos, el crecimiento del PIB podría no llegar a las estimaciones del Gobierno para 2004E-05P. En nuestra opinión, el crecimiento del PIB rondará el 2,5% en 2004E y no el 2,8% anunciado por el Gobierno, debido principalmente al crecimiento menor del PIB en el 2T04 y al modesto comportamiento que esperamos de la economía en el 2S04E. La desaceleración del sector de la construcción y el débil comportamiento del turismo este verano serían los factores responsables de este comportamiento.

El INE revisa al alza el PIB de los últimos años

El Instituto Nacional de Estadística español revisó al alza el crecimiento del PIB de los años 2000 (de 4,2 a 4,4), 2002 (de 2,0 a 2,2) y 2003 (de 2,4 a 2,5), pero mantuvo sin cambios las previsiones de crecimiento para 2001. Los ajustes responden a una contribución menos positiva de la demanda interna y a una menos negativa del sector exterior.

Ventas al por menor: +3,0% interanual en julio

Las ventas al por menor crecían un 3,0% interanual en términos reales en julio, tras añadir 3,8% interanual en junio. El avance más importante lo registraba el componente de bienes personales (+5,5% interanual), y el índice general de ventas de grandes almacenes subía un 6,9% interanual. En nuestra opinión, hay una desaceleración del consumo privado, que se podría prolongar en los próximos meses.

Aumenta el desempleo en agosto

Los datos de empleo del mes de agosto han sido negativos. El número de desempleados crecía en 13.217 personas respecto a julio y el número de afiliados a la Seguridad Social descendía en 207.845, lo que supone una caída del 1,2% intermensual, pero un avance del 1,5% interanual. Las grandes pérdidas de empleo se producían en el sector de la construcción, que dejaba 12.418 nuevos desempleados, y en el sector industrial, con 8.857 nuevos parados. Aunque en general el desempleo no ha aumentado en el sector del turismo, el comportamiento no ha sido positivo si pensamos que son datos de agosto. En las costas, el desempleo ha aumentado notablemente. En una temporada estival “normal”, el empleo en el turismo se habría disparado en agosto. No ha sido el caso, y de hecho el sector servicios registraba una caída del desempleo de tan sólo 672 personas.

Insistimos en que la desaceleración del crecimiento del PIB redundará negativamente en el empleo y reiteramos nuestro pesimismo frente al sector de la construcción. Recordemos que una desaceleración de la construcción de nuevas viviendas en nuestro país de 660.000 en 2003 a 400.000 en 2004 supondría la destrucción de un 30% de empleo en el sector de la construcción (500.000 puestos aproximadamente). No cabe duda de que el consumo privado se verá afectado por la desaceleración de la creación de empleo.

Datos macro mixtos, pero mejora de las condiciones del mercado laboral

La semana en EEUU: En nuestra opinión, los datos anunciados la semana pasada confirman la sostenibilidad de la recuperación económica. El consumo privado fue alto en julio, y los ingresos superan las expectativas. Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor en el 2S04, pero nada alarmante. En agosto el empleo mejoraba las previsiones; también eran buenos los datos de actividad y beneficios. Resumiendo, el escenario económico no cambia significativamente y el crecimiento del PIB del 2S04E debería ser menor que el del 1S04.

Los datos de ingresos y gastos personales resultaron por debajo de las expectativas. En julio los ingresos crecían un 0,1% intermensual (+0,2% intermensual en junio) y los gastos se incrementaban un 0,8% intermensual (-0,2% intermensual en junio). La renta disponible subía un escaso 0,1% intermensual (+0,2% intermensual en junio). Los sueldos y salarios tuvieron un buen comportamiento, con +0,4% intermensual en julio (comportamiento plano en junio). Por último, la tasa de ahorro caía hasta 0,6% en julio (desde el 1,3% en junio y 0,9% en mayo).

El consumo de julio apunta a un crecimiento del PIB de alrededor del 3% para el 3T04E

En general, excelente comportamiento del consumo, arrastrado por el componente de bienes duraderos (4,1% intermensual), y debilidad de los ingresos, con los consumidores reduciendo los ahorros para mantener los niveles de consumo en el mes, dado el fuerte avance de julio, creemos que el consumo privado podría rondar el 3,0% intertrimestral anualizado en el 3T04E, lo que mantendría el crecimiento del PIB de alrededor del 3,0% en el trimestre.

Creemos que la débil tasa de ingresos de julio es una excepción

Pese al débil comportamiento de los ingresos personales en el mes, conviene interpretar los datos de manera más positiva. Veamos: (1) ha habido un avance de los sueldos y salarios (0,4% intermensual, tras 0,0% de junio); (2) la debilidad de los ingresos personales viene provocada por el componente de otros ingresos del trabajo (-0,3% intermensual), siendo los principales responsables la renta del capital (-0,5% intermensual), en especial la agraria (-27,7% intermensual), y los ingresos por transferencias (-0,8% intermensual). En nuestra opinión, el resultado de estos componentes del componente de otros ingresos del trabajo será mejor en agosto, por lo que creemos que la evolución de julio es un caso extraordinario. Además, según el BEA (Bureau of Economic Research), la caída de julio de los ingresos por transferencias refleja claramente una reducción de la tasa federal de compensación para el reembolso médico, que se ha visto incrementada temporalmente por la *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* (ley para la reconciliación de empleo y crecimiento de la desgravación fiscal) de 2003.

Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un crecimiento menor del PIB en el 2S04E

El índice PMI de Chicago retrocedía más de lo previsto en agosto (57,3 desde 64,7 en julio). Lo mismo hacía el ISM manufacturero (59,0 en agosto, frente a 59,9 previsto y tras 62,8 en julio). No obstante, estos índices siguen apuntando a niveles relativamente fuertes de actividad industrial en los próximos meses.

De hecho, mantenemos nuestra visión de que el índice ISM seguirá desacelerándose en los próximos meses, apuntando a un crecimiento menor del PIB en el 2S04E. Sin embargo, entendemos que estos retrocesos son lógicos. Si el ISM se mantuviera por encima de los 60 puntos, la economía habría de crecer un 6,0%, algo impensable desde nuestra perspectiva.

El precio de la energía y el mercado laboral detrás de la pérdida de confianza del consumidor

La confianza del consumidor caía más de lo esperado en agosto, con un fuerte retroceso del índice de expectativas. Los principales responsables podrían ser la desaceleración de la contratación y la subida del precio de la energía. En cualquier caso, el índice sigue en niveles relativamente altos frente a los últimos trimestres. En nuestra opinión, el índice debería registrar una mejora en los próximos meses. Además, no entendemos que este retroceso de la confianza del consumidor anticipe una recesión o nada similar. Seguimos apostando por un crecimiento del PIB del 3,0% intertrimestral anualizado en el 3T04E.

Debilidad de la venta de automóviles en agosto; datos positivos en construcción

Tras un fuerte incremento en julio y unos datos poco satisfactorios en junio, la venta de automóviles no cumplía las expectativas en agosto. Así las cosas, Ford y GM han anunciado que reducirán la producción en lo que queda de año. En los próximos meses, podrían darse nuevos incentivos para animar las ventas, pues las compañías tratarán de deshacerse de las existencias. Frente a esto, la construcción mantenía un tono positivo en julio.



Revisión a la baja de la productividad

La productividad se revisaba a la baja, mientras que los costes laborales unitarios se mantenían prácticamente sin cambios. La revisión de la productividad obedecía a un crecimiento menor del PIB y al aumento de horas trabajadas. Los costes laborales unitarios insisten en que la inflación no es un problema a corto plazo.

Los pedidos de fábrica siguen apuntando a una actividad industrial relativamente fuerte a corto plazo y al excelente comportamiento de la inversión empresarial en *software* y equipo en el 3T04E.

Datos de empleo positivos en agosto

Los datos de empleo en EEUU superaban las expectativas debido a la revisión al alza de los dos meses anteriores. En agosto se creaban 144.000 empleos no agrícolas (se esperaban 150.000), y las revisiones dejaban 73.000 en julio (desde 32.000) y 96.000 en junio (desde 78.000). En general, son datos positivos (aunque no espectaculares) de empleo. Además, el resto de indicadores de actividad y de ganancias salariales también fueron positivos. La tasa de desempleo caía hasta el 5,4% (se esperaba 5,5%), desde 5,5% del mes anterior. Los datos de actividad y de ganancias salariales eran positivos y podrían desencadenar la revisión de algunos indicadores de julio. La Fed debería mantener su tono “moderado”, lo que supone un incremento de otros 25 puntos básicos en la próxima reunión. Seguimos apostando por datos positivos de empleo en el futuro.

Los indicadores de confianza empresarial apuntan a una desaceleración económica; el BCE revisa al alza el crecimiento y los precios

La semana en la zona euro. Los indicadores adelantados de la zona euro apuntan a una desaceleración en la economía europea. Por otro lado, los indicadores de precios insisten en las presiones inflacionistas que se avecinan. En nuestra opinión, sólo el precio de la energía representa un riesgo para la estabilidad de los precios. El BCE muestra su confianza en la recuperación económica de la zona euro elevando sus previsiones del PIB y del IPC para 2004 y 2005. Nosotros mantenemos las nuestras: 1,9% para el PIB en 2004E y sin previsión de subida de tipos de interés hasta el 1T05P.

- **Zona euro:** La estimación preliminar del IPC apunta a 2,3% interanual en agosto (2,3% interanual en julio). El índice PMI caía al 53,9 en agosto (54,7 en julio). El retroceso superaba las expectativas. El índice de empleo también caía hasta 49,4 en agosto, desde 49,7 en julio y apunta a un crecimiento menor en el 2S04. Los precios de producción subían un 0,4% intermensual, 2,8% interanual y el precio de la energía un 1,1% intermensual, mientras que el resto de componentes tenían un comportamiento relativamente modesto. El BCE mantenía los tipos de interés sin cambios en la última reunión y no modificaba en gran medida su postura. Por otro lado, revisaba al alza sus previsiones del PIB y del IPC. El PIB subía a 1,6-2,2% en 2004 (desde 1,4-2,0%) y 1,8-2,8% en 2005 (desde 1,7-2,7%). Nosotros mantenemos nuestra previsión del 1,9% para el PIB en 2004E. La revisión del IPC subía hasta 2,1-2,3% en 2004 (desde 1,9-2,3%) y 1,3-2,3% en 2005 (desde 1,1-2,3%). Seguimos defendiendo que el BCE no modificará los tipos de interés hasta el 1T05P.
- **Italia:** Los precios de producción se mantenían relativamente estables, con una subida del 0,3% intermensual, 3,3% interanual (prácticamente en línea con nuestras expectativas). El principal responsable de la subida de precios fue la energía. No obstante, los precios de producción se mantienen relativamente estables en Italia. Las ventas al por menor crecían un 0,7% intermensual, 2,0% interanual en junio. Los datos superaban las expectativas tras el fuerte retroceso de mayo (-0,6% intermensual, -3,2% interanual). Por último, el IPC subía un 0,2% intermensual, 2,3% interanual. Transportes (1,1% intermensual) y hoteles y restaurantes (0,7% intermensual) están detrás de la subida. Alimentación mantiene su tendencia bajista (-0,3% intermensual). Comunicaciones también registraba un descenso (-0,7% intermensual). La inflación habría de mantenerse moderada en los próximos meses.

-
- **Francia:** El desempleo descendía desde el 9,9% hasta el 9,8%, con un total de 10.000 parados menos. Son noticias positivas. Tras el buen comportamiento de la economía francesa en el 1S04, el mercado laboral tenía que mejorar. Ya hemos observado el primer paso en esta dirección en los datos de julio. La mejora del mercado laboral es fundamental para mantener los niveles fuertes de consumo privado del 1S04.
 - **Alemania:** Las ventas al por menor superaban las expectativas en julio (+0,9% intermensual) con un segundo incremento consecutivo (+2,6% intermensual en junio). Se prevén mejores datos de consumo privado en el 2S04E. En agosto, hubo 24.000 nuevos desempleados, dejando la tasa de desempleo en el 9,9%, pero el Ministro de Economía augura mejores datos de empleo en los próximos trimestres, postura con la que coincidimos.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
LUNES 6-Sept	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Jul P	-3,4/4,2	1,5/5,9
MARTES 7-Sept	9:30	Italia	Confianza consumidor (no desest./desest.)	Ago	102,9/100,8	101,5/101,0
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	2T	0,6/1,3	0,5/2,0
	11:00	Zona euro	La CE publica estimaciones del PIB	3T/4T	-	-
	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Jul P	-1,4/2,7	0,9/1,5
MIÉRCOLES 8-Sept	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 5	-11	-12
	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Jul	-32.000 mn	-
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Ago	95,0	94,0
	9:30	Italia	Balanza comercail no UE	Jul	-35 mn	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 3	-0,6	-
	20:00	EEUU	Libro Beige de la Fed	-	-	-
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Jul	6.600 mn	7.000 mn
JUEVES 9-Sept	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Ago F	0,3/1,8	-
	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente	Jul	8.200 mn	5.000 mn
	8:00	Alemania	Balanza comercial	Jul	14.700 mn	15.000 mn
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Jul	-5,9	2,0
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Jul	-4,9	2,4
	9:00	España	Producción indust. (a) (no desest./ajust.)	Jul	5,7/3,6	-/2,0
	9:30	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Jun	-1,2/2,4	0,9/2,4
	9:30	Italia	Ventas industriales (m/a)	Jun	-1,4/2,8	2,7/2,8
	10:00	Zona euro	El BCE publica informe mensual sept.	-	-	-
	13:00	Reino Unido	El Banco de Inglaterra anuncia tipos	Sep 9	4,75	4,75
	14:30	EEUU	Precios importación (m/a)	Ago	0,2/5,5	0,6/-
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 4	362.000	347.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Ago 28	3,88 mn	2,86 mn
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor (m)	Jul	1,1	0,6
VIERNES 10-Sept	8:45	Francia	Balanza comercial	Jul	-304 mn	-100 mn
	9:00	España	IPC (m/a)	Ago	-0,8/3,4	0,5/3,3
	9:00	España	IPC subyacente (m/a)	Ago	-1,0/2,8	-/2,8
	9:30	Italia	PIB (t/a)	2T F	0,4/0,7	0,3/1,1
	14:30	EEUU	Precios de producción (m/a)	Ago	0,1/4,0	0,2/-
	14:30	EEUU	Precios de producción subyacentes (m/a)	Ago	0,1/1,7	0,1/-
	14:30	EEUU	Balanza comercial	Jul	-55.000 mn	-51.500 mn

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

ASUNTOS A TENER EN CUENTA

En EEUU: (1) El Libro Beige de la Fed debería resaltar que la economía mantiene el crecimiento, aunque a un ritmo menor que en los últimos trimestres (esperamos un informe bastante positivo). (2) Los inventarios al por mayor habrían de desacelerar su tasa de crecimiento en el 3T04. (3) Los precios de producción deberían tener un comportamiento relativamente bueno, aunque el precio de la energía podría provocar una subida mayor de lo esperado en el índice general. (4) Esperamos una moderación del déficit de la balanza comercial en julio, tras el dato tan negativo de junio.

En la zona euro: (1) En Alemania, los pedidos de fábrica deberían repuntar en julio. (2) El PIB de la zona euro subiría 0,5% intertrimestral en el 2T04E. (3) La balanza comercial en Alemania podría reducir su superávit en julio. (4) En España, el IPC subiría en agosto. (5) En Italia, se prevé una subida del PIB de 0,3% intertrimestral, 1,1% interanual en el 2T04E.

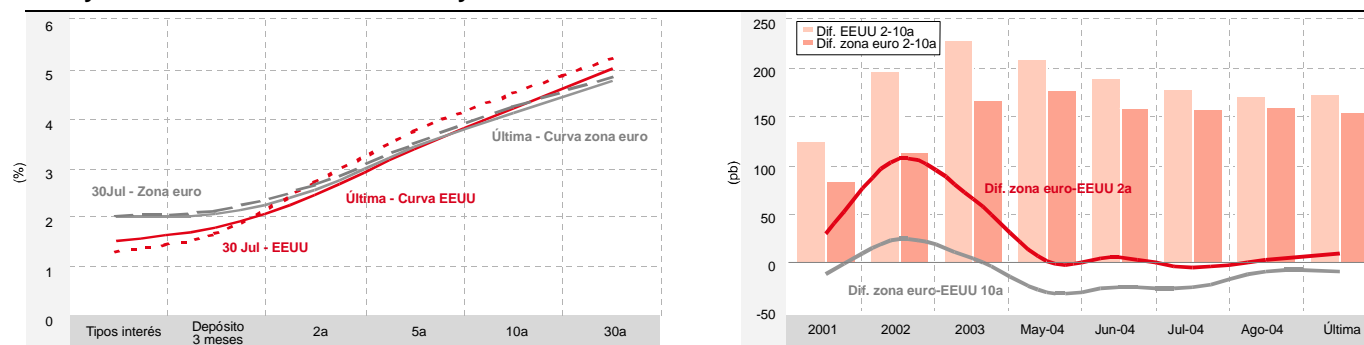
TIPOS Y DIVISAS

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04	May-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	20-Ago	27-Ago	3-Sep	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	4,2	3,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	3,7	1,7	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,3	1,3	1,5	1,50	1,50	1,50	1,50
	Euribor 3 meses	4,1	3,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,09	2,10	2,05	2,05
	Dep. 3 meses EEUU	3,5	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,6	1,6	1,7	1,69	1,74	1,77	1,77
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	4,0	3,6	2,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,5	2,7	2,6	2,4	2,43	2,44	2,53	2,53
	5 años	4,4	4,2	3,3	3,3	3,6	3,2	3,5	3,5	3,6	3,5	3,3	3,26	3,37	3,41	3,41
	10 años	4,8	4,8	4,1	4,1	4,4	4,1	4,3	4,3	4,3	4,2	4,0	4,06	4,07	4,09	4,09
	30 años	5,4	5,2	4,8	4,9	5,0	4,8	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7	4,72	4,72	4,73	4,73
EEUU	2 años	3,7	2,5	1,8	1,7	1,9	1,7	2,5	2,5	2,7	2,7	2,4	2,43	2,48	2,43	2,43
	5 años	4,4	3,7	3,1	3,2	3,3	3,0	3,7	3,8	3,8	3,7	3,3	3,41	3,43	3,36	3,36
	10 años	5,0	4,5	4,1	4,3	4,3	4,0	4,6	4,6	4,6	4,5	4,1	4,23	4,23	4,18	4,18
	30 años	5,5	5,3	5,0	5,2	5,1	4,9	5,3	5,3	5,3	5,2	4,9	5,02	5,02	4,98	4,98
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	128	195	267	279	289	283	287	292	282	273	262	264	262	269	269
	2 a-10 a	84	115	167	166	166	178	171	179	160	159	161	163	162	156	156
Dif. EEUU	3 m-30 a	191	354	380	407	401	380	399	408	371	355	318	333	328	322	322
	2 a-10 a	126	198	230	255	240	230	207	212	190	180	173	180	175	175	175
Dif. zona euro-EEUU	Int.	50	154	108	100	100	100	92	100	75	75	50	50	50	50	50
	2 a	29	107	66	74	82	61	6	1	5	-6	2	0	-4	10	10
	10 a	-13	24	4	-14	8	9	-30	-31	-26	-26	-10	-17	-16	-9	-10
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,19	1,13	1,20	1,24	1,21	1,219	1,217	1,200	1,219	1,231	1,202	1,218	1,218
	€/¥	118	132	133	131	131	132	133	133	133	134	133	134	132	133	133
	US\$/¥	125	116	113	116	109	106	110	110	109	111	109	109	110	109	109

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 3 de septiembre de 2004.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

EEUU y zona euro – Curva de la deuda y diferenciales de 2a-10a



Fuente: Bloomberg.



RINCÓN MACRO: PIB ESPAÑOL DEL 2T04: ¡BIENVENIDOS A LA DESACELERACIÓN!

La economía española creció un 0,5% intertrimestral, 2,6% interanual en el 2T04, inferior a las expectativas

El pasado miércoles (1 de septiembre), el INE anunciaba los datos de crecimiento del PIB del 2T04. En este periodo, la economía española creció un 0,5% intertrimestral, un 2,6% interanual, tras haber añadido un 0,7% intertrimestral en el 1T04. Sin embargo, en términos anuales, la economía española registraba una desaceleración: un 2,6% en el 2T04 desde un 2,7% en el 1T04. En nuestra opinión, esta debilidad relativa (frente a los trimestres anteriores) podría obligar a revisar las previsiones económicas de consenso y del Gobierno.

Esto debería provocar revisiones a la baja en las previsiones de consenso y del Gobierno

Por lo tanto, apostamos por que las revisiones de consenso no tardarán en llegar. La razón es sencilla: para cumplir las previsiones del 2,8% en 2004 adelantadas por el consenso y el Gobierno, la economía española debería haber crecido cerca de un 3,5% intertrimestral anualizado en el 2S04 (es decir, en torno a un 0,9% intertrimestral en ambos trimestres), algo, en nuestra opinión, bastante improbable. Por lo tanto, si asumimos unos datos de crecimiento trimestral del PIB más bajos (en torno al 0,5% intertrimestral) en el 2S04E, el PIB español crecería en torno a un 2,5% en 2004 en lugar del 2,8% en 2004E.

Decepcionante crecimiento del PIB en el 2T04

Como decíamos anteriormente, la desaceleración del crecimiento del PIB en la economía española es evidente. El desglose del crecimiento del PIB del 2T04 revela lo siguiente:

- El **consumo privado** crecía un 0,6% intertrimestral, 3,2% interanual en el 2T04, tras añadir 1,0% intertrimestral, 3,3% interanual en el 1T04. En nuestra opinión, el consumo privado mantendrá un tono positivo moderado en lo que queda de año, aunque no apostamos por una nueva aceleración desde los niveles actuales. De hecho, podríamos asistir a una desaceleración en 2005P. Las razones que nos llevan a opinar así son: (1) tasas de crecimiento del empleo menores a corto plazo (desde el 3,0% interanual en 2003 hasta niveles cercanos al 2,0% interanual o menor); (2) incremento de los niveles de endeudamiento de las familias españolas (la deuda familiar ronda el 70% del PIB, con un aumento del 23,0% del crédito hipotecario en el 1S04); (3) tipos de interés más altos en 2005P, que afectarán a las familias españolas a través de un aumento del pago de la deuda (recordemos que cerca del 95% de las hipotecas son de tipo variable); (4) la subida del precio de la energía afectaría al consumo a corto plazo.
- **La inversión en bienes de capital** creció modestamente en el 2T04 (0,1% intertrimestral, 4,0% interanual), frente al retroceso registrado en el 1T04 (1,4% intertrimestral, -0,4% interanual). Son buenas noticias dada la debilidad de los últimos años (-1,2% en 2001, -5,3% en 2002 y 1,0% en 2003). Esperamos que esta evolución positiva se repita en los próximos trimestres, animada por el buen momento que atraviesa el sector industrial. Sin embargo, una desaceleración de la actividad industrial mayor de lo previsto en el 2S04 sería un riesgo. Además, el índice PMI español sigue en niveles relativamente bajos que no apuntan a una expansión muy fuerte del sector.

-
- **La inversión en construcción** creció notablemente en el 2T04 (1,2% intertrimestral, 4,0% interanual), desde un aumento del 0,8% intertrimestral, 4,3% interanual en el trimestre anterior. No obstante, es previsible que la tendencia bajista iniciada en la inversión en construcción hace algunos trimestres se prolongue en el 2S04E. Esta desaceleración sería más evidente en la construcción residencial, frente a la obra civil, que podría seguir arrojando datos relativamente buenos. En cualquier caso, considerando que la inversión en el componente de construcción ha sido responsable de casi el 25% del crecimiento del PIB en los últimos años, el efecto sobre el PIB será claramente negativo.
 - **El sector exterior** sigue siendo la principal rémora de la economía española. Las importaciones crecen a un ritmo rápido (2,5% intertrimestral, 8,1% interanual), condicionadas por la demanda interna. El aumento de las exportaciones también fue considerable en el 2T04 (4,6% intertrimestral), aunque siguen rezagadas respecto a las importaciones en términos anuales (4,7% interanual). La contribución del sector exterior al crecimiento trimestral del PIB en el 2T04 fue positiva (0,5 puntos porcentuales), mientras que el impacto en la tasa anual del PIB fue negativo (-1,2 puntos porcentuales en el 2T04 frente al -0,9 puntos en el 1T04). Según nuestras estimaciones, las importaciones podrían crecer un 8,4% en 2004E, mientras que las exportaciones subirían un 5,5%. Para el conjunto del año esperamos una contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB de 1,1 puntos porcentuales. Las ventas domésticas finales (excluyendo inventarios y exportaciones netas) crecerían un 3,6% en 2004E, resaltando la evolución relativamente fuerte de la demanda interna en España frente a algunos grandes países europeos.

Desaceleración en el sector servicios y mejora en el sector industrial

Por sectores (valor añadido bruto), el comportamiento más importante en el 1S04 lo registraban servicios, construcción e industria.

- **El sector servicios** sufría una ligera desaceleración en el 2T04, tras +0,5% intertrimestral en el 4T03 y +0,9% intertrimestral en el 1T04. En términos anuales, el avance fue de 2,9% en el 2T04, desde el 3,2% en el 1T04. Creemos que la desaceleración se mantendrá en el 3T04, en particular en el sector servicios, dada, principalmente, la debilidad del turismo en la época estival.
- **El sector de la construcción** ha mantenido una clara tendencia desaceleradora. En estos momentos, crece a un 1,4% intertrimestral, 3,4% interanual. En 2002, creció un 5,2%, y en 2003, un 4,3%, y creemos que en 2004 podría acercarse a un 3,2%. En cualquier caso, todos los indicadores adelantados para el sector de la construcción apuntan a la baja.
- **El sector industrial** ha registrado un comportamiento positivo en el 2T04 (0,8% intertrimestral, 2,4% interanual) y muestra cierta tendencia hacia la recuperación. Creemos que esta evolución positiva podría mantenerse a corto plazo.

En resumen

La economía española está comenzando una tendencia desaceleradora. El consumo privado y la inversión en construcción son los componentes del PIB con mayor exposición a esta desaceleración, y prevemos que sus tasas de crecimiento se ralenticen a corto plazo. En el lado de la oferta, construcción y servicios serían los de peor comportamiento. No confiamos en la recuperación de la inversión en bienes de capital, ni tampoco en que la contribución menos negativa del sector exterior sea suficiente para contrarrestar la menor contribución del consumo privado y de la inversión en construcción.



PIB español – Datos históricos y previsiones, 2001-05P

		3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04E	4T04E	2001	2002	2003	2004E	2005P
PIB real	Intertrim.	0,6	0,5	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5					
	Intertrim. anualiz.	2,4	1,9	3,6	2,3	2,4	3,0	2,9	2,0	2,0	2,0					
	Interan.	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2	2,8	2,4	2,5	2,5	2,5
Cons. privado (59,2% del PIB)	Intertrim.	0,3	1,1	0,5	0,8	0,5	1,0	1,0	0,6	0,6	0,8					
	Intertrim. anualiz.	1,1	4,5	2,1	3,2	2,2	4,0	4,0	2,5	2,4	3,2					
	Interan.	2,9	3,6	2,8	2,7	3,0	2,9	3,3	3,2	3,2	3,0	2,9	2,9	2,9	3,2	2,5
Gasto público (18,6% del PIB)	Intertrim.	0,7	1,0	1,1	0,7	1,0	1,4	1,1	0,7	0,9	1,0					
	Intertrim. anualiz.	2,7	4,1	4,5	2,7	4,0	5,7	4,6	2,9	3,6	4,1					
	Interan.	4,3	4,3	4,0	3,5	3,8	4,2	4,3	4,3	4,2	3,8	3,6	4,5	3,9	4,2	3,4
Inversión (24,7% del PIB)	Intertrim.	1,6	2,3	0,0	-0,4	1,1	1,9	0,2	0,8	2,2	0,8					
	Intertrim. anualiz.	6,6	9,4	0,2	-1,4	4,4	7,6	0,6	3,2	9,2	3,3					
	Interan.	1,2	4,0	3,4	3,6	3,1	2,6	2,7	3,9	5,1	4,0	3,3	1,4	3,2	4,0	3,6
Inventarios	mn €	-865	29	1.155	56	412	642	1.373	350	350	250					
	Cont. PIB	-0,9	0,6	0,8	-0,8	0,2	0,2	0,5	-0,7	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3
Exportaciones (30,6% del PIB)	Intertrim.	3,6	-0,4	-4,5	5,4	2,8	-1,9	-0,8	4,6	1,5	3,0					
	Intertrim. anualiz.	15,1	-1,5	-16,7	23,4	11,8	-7,2	-3,1	19,5	6,1	12,6					
	Interan.	3,1	4,9	1,9	3,9	3,1	1,6	5,5	4,7	3,3	8,4	3,7	1,3	2,6	5,5	10,0
Importaciones (34,2% del PIB)	Intertrim.	0,8	4,4	-2,7	2,3	3,8	0,4	1,1	2,5	3,0	3,5					
	Intertrim. anualiz.	3,2	18,9	-10,4	9,3	16,3	1,7	4,5	10,4	12,6	14,8					
	Interan.	2,7	10,0	2,8	4,7	7,9	3,7	7,8	8,1	7,2	10,5	4,0	3,1	4,8	8,4	8,9
Sector ext. neto	mn €	1.145	-2.191	-639	1.188	-595	-1.045	-898	736	-857	-462					
	Cont. PIB	0,8	-1,6	-0,5	0,8	-0,4	-0,7	-0,6	0,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-0,1
IPC												3,6	3,5	3,0	3,0	2,7
Tasa de desempleo												13,0	11,5	11,2	11,2	11,7
Déficit presupuestario (a)												-0,3	0,1	0,3	-0,6	-0,8
Saldo balanza cuenta corriente (a)												-4,5	-0,9	-3,0	-2,7	-2,5

Cifras anuales: media anual. (a) como % del PIB. Cont. PIB: contribución al crecimiento del PIB intertrimestral.

Fuentes: INE, Banco de España y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-05P

PIB (*)	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	1,0	0,2	-0,1	1,7	1,8	2,1	1,6
Francia	2,1	1,3	0,5	1,8	2,3	2,2	2,1
Italia	1,7	0,4	0,4	1,8	1,1	2,4	1,9
España	2,8	2,0	2,4	2,5	2,8	2,5	2,9
Portugal	1,7	0,4	-1,0	1,0	1,2	2,2	2,1
Euro-12	1,6	0,9	0,4	1,9	1,8	2,3	2,1
Reino Unido	2,1	1,7	-	-	3,3		2,6
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	6,8	7,1	3,0	3,9
Brasil	1,3	1,9	-0,2	3,8	3,5	3,0	3,4
México	-0,3	0,9	1,3	4,0	3,7	4,2	3,4
Japón	0,4	0,2	-	-	4,3		1,9
EEUU	0,5	2,2	3,1	4,4	4,4	3,3	3,6

IPC	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	2,0	1,3	1,1	0,8	1,6	1,2	1,3
Francia	1,6	2,0	2,1	1,3	2,2	1,5	1,7
Italia	2,7	2,5	2,8	1,9	2,3	2,0	2,1
España	3,6	3,5	3,1	3,0	2,9	2,7	2,7
Portugal	4,4	3,6	3,3	2,6	2,3	2,5	2,2
Euro-12	2,4	2,2	2,1	1,3	2,1	1,5	1,8
Reino Unido	2,1	2,2	-	-	1,5	-	1,8
Argentina	-1,5	41,0	3,7	6,5	7,3	9,0	7,3
Brasil	7,7	12,5	9,3	7,6	6,9	6,0	5,8
México	4,4	5,7	4,0	4,0	4,1	3,5	3,8
Japón	-0,7	-0,9	-	-	-0,1	-	0,0
EEUU	2,8	1,6	2,3	2,2	2,7	1,9	2,4

Datos financieros (*)	Fin año 2001	Fin año 2002	Fin año 2003	Fin año 2004E	Consenso	Fin año 2005P	Consenso
Tipos de intervención							
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,00	3,00 (2,81)	3,00
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	1,75	3,75 (3,06)	3,50
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	4,50 (4,46)	4,63	4,50 (4,57)	4,90
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,90	5,60 (5,30)	5,80
Divisas							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,18)	1,22	1,12 (1,10)	1,23

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (agosto de 2004), Barómetro de la zona euro (agosto de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2001-1T04

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
Consumo privado	1,8	0,5	1,0	0,8	0,7	0,9	-	1,4	-0,2	0,8	0,7	2,4	-
Gasto público	2,5	3,0	2,0	1,9	2,2	1,5	-	1,8	2,2	2,9	1,7	-0,7	-
F. B. capital fijo	-0,3	-2,8	-0,6	-0,3	0,0	1,0	-	-3,2	-0,4	0,4	3,2	1,0	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0	-	1,4	-0,1	-1,4	1,7	0,0	-
Demanda interna	1,0	0,4	1,2	0,8	1,2	1,1	-	1,9	0,2	-0,3	3,2	1,4	-
Exportaciones	3,4	1,5	0,1	-0,2	0,3	3,4	-	-5,7	-3,0	9,4	1,2	6,3	-
Importaciones	1,7	0,3	1,9	1,0	1,7	2,9	-	-1,4	-1,3	4,0	5,7	3,5	-
Apotac. sector Exterior	0,6	0,5	-0,7	-0,4	-0,5	0,2	-	-1,8	-0,7	2,1	-1,7	1,1	-
PIB	1,6	0,9	0,5	0,4	0,7	1,3	2,0	0,0	-0,5	1,7	1,5	2,5	2,1
PIB nom. (EUR mds)	6842,6	7079,0	7256,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (IPI)	0,4	-0,4	0,2	-0,4	1,0	1,1	1,6	0,9	0,6	2,5	1,7	-	-
-sin construcción	0,4	-0,5	0,3	-0,3	1,4	1,1	2,7	1,7	1,6	3,7	2,7	-	-
Producción manufacturera	0,3	-0,7	0,1	-0,5	1,3	1,0	3,0	1,4	1,7	4,0	3,4	-	-
Ventas al por menor	1,6	0,0	0,3	-0,4	-0,3	0,6	-0,2	0,4	0,5	-2,3	1,1	1,1	-
Nuevas matriculaciones	0,0	-2,4	-1,2	-0,3	-0,7	1,9	3,9	0,4	3,1	6,2	2,5	-	-
Utilización capacidad prod.	83,5	81,4	81,1	80,7	81,4	80,6	80,7						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Clima económico	100,8	94,4	93,5	94,2	97,7	98,7	100,1	98,8	100,2	100,3	99,7	100,1	-
Clima empresarial	-0,19	-0,51	-0,40	-0,57	-0,04	0,04	0,37	-0,05	0,39	0,29	0,43	0,58	-
Confianza industria	-9	-11	-10	-11	-7	-7	-4	-7	-4	-5	-4	-4	-
Confianza construcción	-11	-19	-20	-21	-20	-20	-17	-19	-17	-17	-16	-17	-
Confianza comercio minorista	-7	-16	-11	-10	-8	-8	-8	-8	-6	-7	-10	-9	-
Confianza servicios	15	1	2	5	10	11	11	11	11	13	10	11	-
Confianza consumidores	-5	-11	-18	-17	-16	-14	-15	-14	-14	-16	-14	-14	-
PMI	48	50	49	49,1	52,0	52,8	54,4	53,3	54,0	54,7	54,4	54,7	53,9
- Producción	49	52	51	50,3	54,0	53,9	56,0	54,7	55,5	56,5	56,0	57,1	55,7
- Nuevos pedidos	47	51	50	50,3	54,4	55,0	56,1	55,1	55,6	56,7	55,9	56,1	55,5
- Empleo	49	47	47	46,6	48,3	48,4	48,9	48,7	48,6	48,7	49,4	49,7	49,4
- Existencias	47	46	46	46,0	46,5	46,9	48,4	47,3	47,8	47,9	49,6	49,3	49,4
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	50,0	47,8	45,0	40,4	42,7	40,7	39,5	41,1	42,1	43,4
- Precios	48	52	52	46,0	52,9	59,8	70,7	65,3	69,4	72,3	70,3	70,2	66,6
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
IPC	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	1,7	2,3	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	-
Infl. subyacente	1,8	2,4	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	0,5	0,5	0,1	0,1	-0,3	-
PPI (excl. construcción)	2,0	-0,1	1,4	1,1	1,0	0,2	2,0	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	-
Deflactor PIB	2,4	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	-						
Defactor de la demanda interna	2,3	2,2	1,8	1,9	1,7	1,5	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Coste laboral unitario	2,6	2,2	2,0	2,2	1,6	0,9	-						
Remuneración asalariado	2,8	2,6	2,4	2,5	2,1	1,9	-						
Productividad	0,2	0,4	0,3	0,2	0,5	1,1	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tasa de desempleo	8,0	8,5	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	-
Índice de empleo excl. construcción	0,1	-2,6	-	-2,3	-	-	-						
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
M3	10,9	6,6	6,4	7,0	6,4	5,7	5,3	0,5	0,5	0,0	0,8	0,9	-
M3 Media móvil 3m	7,9	7,2	7,1	8,0	7,1	5,9	5,2	5,9	5,5	5,2	5,2	-	-
Préstamos al sector privado	7,0	4,0	4,7	4,0	4,7	4,6	5,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,5	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Tipo efectivo €	1,5	3,0	11,4	10,1	10,3	7,6	0,6	5,3	2,6	-0,2	-0,6	1,3	-
Tipo efectivo real € (CPI)	2,4	4,4	12,2	11,0	11,3	8,4	1,4	6,2	3,6	0,7	0,0	1,9	-
Tipo efectivo real € (PPI)	3,1	3,9	10,9	9,1	9,5	7,0	0,9	5,4	2,8	0,1	-0,2	1,8	-
Tipo efectivo real € (ULC)	1,6	3,8	12,9	11,7	11,9	8,8	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2001	2002	2003	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Saldo cta. corriente (% PIB)													
- EUR Mds (1)													
Cuentas públicas (% PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total recursos	46,5	47,5	48,1	47,5	47,1	47,9	48,1	47,5	48,0	47,8	47,1	46,5	46,6
Total empleos	51	52,3	53,8	52,7	52,2	52,2	50,8	49,8	49,3	48,7	48,8	48,8	49,4
Déficit/Superávit	-4,8	-4,9	-5,7	-5,1	-5,2	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.

APÉNDICE 2

Estados Unidos: Indicadores, 2001-1T04

PIB y sus componentes	2001	2002	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T03	4T03	1T04	2T04	3T03	4T03	1T04	2T04
Consumo privado	2,5	3,1	3,5	3,8	4,2	3,6	5,0	3,6	4,1	1,6
Gasto e inv. públicos	3,4	4,4	2,8	2,2	2,8	1,7	0,1	1,6	2,5	2,4
Inversión privada	-7,9	-2,4	5,8	9,4	12,8	16,4	22,4	13,9	12,3	17,3
- Equipo	-4,9	-5,5	8,4	12,1	13,1	13,7	21,6	12,0	8,1	13,7
- Construcción	-0,7	-4,4	6,3	8,5	8,7	9,1	14,3	9,0	1,0	12,4
Demanda interna	0,9	2,5	3,7	4,3	5,2	5,1	6,4	4,7	5,1	4,1
Exportaciones	-5,4	-2,4	0,8	6,1	8,4	10,5	11,3	17,4	7,3	6,2
Importaciones	-2,7	3,4	3,2	4,9	8,1	11,0	2,9	17,1	10,6	14,1
PIB	0,8	1,9	3,5	4,4	5,0	4,7	7,4	4,2	4,5	2,8
PIB nominal (M.M. \$)	10128	10487								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Indicador adelantado	2,2	3,1	4,1	4,3	4,9	4,9	4,3	3,8	2,8	-
Indicador coincidente	0,4	1,1	1,8	2,7	2,3	2,6	2,7	2,6	2,5	-
Ratio existencias/Ventas	1,30	1,26	1,22	1,23	1,22	1,23	1,23	1,23	1,23	-
Producción industrial	-0,4	1,5	2,9	5,2	3,5	4,7	5,7	5,2	4,9	-
Utilización capacidad (1)	74,9	75,8	76,6	76,9	76,6	76,9	77,4	76,9	77,1	-
Indice ISM	5,9	19,1	25,8	27,1	34,1	35,1	25,6	21,2	17,9	7,3
Indice ISM (1)	54,7	63,4	62,5	61,1	62,5	62,4	62,8	61,1	62,0	59,0
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Ganancia real por hora	0,5	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,9	-1,1	-0,8	-
Ventas al por menor	6,2	6,7	7,8	7,9	8,6	7,5	9,3	7,0	6,5	-
-sin autos	6,4	6,8	8,2	9,4	8,8	9,2	10,1	8,9	7,8	-
Gastos de consumo	3,5	3,8	4,2	3,6	4,0	3,6	4,0	3,1	3,5	-
Confianza consumidores (1)	77,0	94,8	88,5	102,8	88,5	93,0	93,1	102,8	105,7	98,2
Expectativas consumidor (1)	88,5	107,4	91,3	100,8	91,3	94,8	94,8	100,8	105,3	96,6
Tasa de ahorro familiar (1)	1,4	1,2	1,0	1,3	1,0	1,4	0,9	1,3	0,6	-
Crédito al consumo	4,2	4,3	4,8	4,5	4,8	4,4	4,2	4,5	-	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Nuevos pedidos	3,3	7,4	8,5	13,1	11,5	13,3	13,3	12,6	11,8	-
-ex autos	5,0	6,9	9,0	14,2	11,6	14,5	14,5	13,7	11,5	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	3,3	7,7	11,3	12,3	13,8	13,8	11,6	11,4	10,3	-
ISM: Producción	6,4	24,4	29,5	25,5	39,4	37,3	23,0	17,3	19,5	-2,8
ISM: Nuevos pedidos	15,1	28,1	28,9	24,0	39,5	41,6	19,4	13,4	12,3	1,3
Benef. después de impuestos	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
	-1,0	4,7	23,5	31,8	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	18,5
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Viviendas iniciadas	11,0	17,6	11,2	10,2	15,7	19,9	13,2	-1,3	4,5	-
Ventas nuevas viviendas	15,2	8,7	22,2	10,7	26,2	14,5	17,4	1,4	-1,9	-
Gastos de construcción	5,7	7,0	7,2	10,1	9,4	10,5	10,2	9,5	9,7	-
Permisos de construcción	10,8	8,2	6,7	9,7	12,6	11,6	13,6	4,0	9,2	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Población activa	1,0	1,2	0,6	0,3	0,6	0,3	0,4	0,3	0,8	0,7
Empleo total	0,6	1,2	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0	1,5	1,4
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	6,1	5,7	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4
Duración media paro (sem.) (1)	19,6	19,6	20,1	19,9	20,1	19,7	20,0	19,9	18,6	19,0
Jornada media laboral (horas) (1)	33,6	33,6	33,8	33,6	33,8	33,7	33,8	33,6	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,7	2,1	1,8	2,1	1,8	2,2	2,1	2,1	2,1	2,3
Coste del empleo total	1T02	2T02	3T02	4T02	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04
	3,9	4,0	3,7	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Inflación	2,2	1,9	1,8	2,9	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	-
Inflación subyacente	1,3	1,2	1,3	1,8	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	-
Precios producción	3,4	3,6	2,3	4,2	1,5	3,7	5,0	4,0	4,0	-
P. producc sin energía y alim.	0,3	0,7	0,9	1,7	0,7	1,5	1,7	1,8	1,7	-
Precios importación	1,7	1,9	1,4	5,8	1,1	4,6	6,9	5,8	5,5	-
Precios exportación	1,0	1,8	2,9	4,2	3,3	4,1	4,4	3,9	4,4	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Saldo B. bienes y servicios (4)	-489,0	-497,0	-508,0	-535,0	-508	-514	-520	-535	-	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,4	-4,4	-4,4	-4,6	-4,4	-4,6	-4,4	-4,6	-	-
Saldo Balanza comercial (4)	-569,6	-578,3	-592,8	-624,4	-593	-600	-608	-624	-	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,1	-5,1	-5,2	-5,4	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-	-
Tipo cambio efectivo nominal	-8,3	-13,8	-12,3	-5,9	-10,4	-9,5	-3,5	-4,5	-7,1	-
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T03	4T03	1T04	2T04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Oferta monetaria (M2)	7,7	5,3	4,4	4,8	4,7	4,8	5,1	4,5	3,6	-
Tipo fondos federales (1)	1,01	0,99	1,00	1,03	1,00	1,01	1,00	1,03	1,27	1,43
Ingresos federales (3)	429	441	410	550	132	220	115	214	134	-
Gastos federales (3)	534	571	580	576	205	202	178	195	204	-
Déficit público federal (3)	-105	-130	-171	-26	-73	18	-62	19	-69	-

(1) Series en niveles. (3) Variación acumulada en año fiscal, miles de millones de dólares. (4) Acumulado de los doce últimos meses, en miles de millones de dólares.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponer	Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez.madrid@sinvest.es

Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
cbergon.madrid@sinvest.es

CONTENIDO:

	Página
I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS	2
II. MONITOR POR PAÍS Y POR SECTOR	3
III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE VALORACIÓN	5
IV. MONITOR DE LA TENDENCIA	6
V. MONITOR DEL VALOR	7
VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO	8
VII. FUSIONES Y ADQUISICIONES Y ACTIVIDAD CORPORATIVA	9

I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, EEUU y Japón – Estimaciones y previsiones, 2001-05P

PIB (*)	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	1,0	0,2	-0,1	1,7	1,8	2,1	1,6
Francia	2,1	1,3	0,5	1,8	2,3	2,2	2,1
Italia	1,7	0,4	0,4	1,8	1,1	2,4	1,9
España	2,8	2,0	2,4	2,5	2,8	2,5	2,9
Portugal	1,7	0,4	-1,0	1,0	1,2	2,2	2,1
Euro-12	1,6	0,9	0,4	1,9	1,8	2,3	2,1
Reino Unido	2,1	1,7	-	-	3,3		2,6
Argentina	-4,4	-10,9	8,7	6,8	7,1	3,0	3,9
Brasil	1,3	1,9	-0,2	3,8	3,5	3,0	3,4
México	-0,3	0,9	1,3	4,0	3,7	4,2	3,4
Japón	0,4	0,2	-	-	4,3		1,9
EEUU	0,5	2,2	3,1	4,4	4,4	3,3	3,6

IPC	2001	2002	2003	2004E	Consenso	2005P	Consenso
Alemania	2,0	1,3	1,1	0,8	1,6	1,2	1,3
Francia	1,6	2,0	2,1	1,3	2,2	1,5	1,7
Italia	2,7	2,5	2,8	1,9	2,3	2,0	2,1
España	3,6	3,5	3,1	3,0	2,9	2,7	2,7
Portugal	4,4	3,6	3,3	2,6	2,3	2,5	2,2
Euro-12	2,4	2,2	2,1	1,3	2,1	1,5	1,8
Reino Unido	2,1	2,2	-	-	1,5	-	1,8
Argentina	-1,5	41,0	3,7	6,5	7,3	9,0	7,3
Brasil	7,7	12,5	9,3	7,6	6,9	6,0	5,8
México	4,4	5,7	4,0	4,0	4,1	3,5	3,8
Japón	-0,7	-0,9	-	-	-0,1	-	0,0
EEUU	2,8	1,6	2,3	2,2	2,7	1,9	2,4

Datos financieros (*)	Fin año 2001	Fin año 2002	Fin año 2003	Fin año 2004E	Consenso	Fin año 2005P	Consenso
Tipos de intervención							
Zona euro	3,25 (4,23)	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,00	3,00 (2,81)	3,00
EEUU	1,75 (3,73)	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,00 (1,35)	1,75	3,75 (3,06)	3,50
Bonos a 10 años							
Zona euro	5,00 (4,83)	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	4,50 (4,46)	4,63	4,50 (4,57)	4,90
EEUU	5,05 (4,96)	3,81 (4,53)	4,24 (3,99)	5,20 (4,79)	4,90	5,60 (5,30)	5,80
Divisas							
Euro-dólar	0,89 (0,89)	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,13 (1,18)	1,22	1,12 (1,10)	1,23

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: previsiones del consenso (agosto de 2004), Barómetro de la zona euro (agosto de 2004) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Central Hispano Bolsa.



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC (%)	EV/EBITDA (x)				TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/VC (x)	
		03E	04P	05P	BpA	03E	04P	05P	EBITDA	03E	04P	05P	FCpA	04P	05P	04P	05P	
Francia (CAC 40)	768.523	24,1	14,2	12,4	18,3	8,5	8,0	7,1	5,6	9,4	8,8	8,0	8,5	2,6	2,9	2,4	2,2	
Alemania (DAX 30)	525.175	16,8	14,3	12,0	32,3	7,3	6,0	5,3	4,8	8,0	7,3	6,6	4,9	2,7	3,0	2,1	1,8	
Italia (MIB 30)	403.101	19,7	15,0	16,3	23,8	6,5	6,1	5,7	6,6	7,3	6,7	6,3	5,0	5,1	4,2	2,6	2,4	
Portugal (PSI 20)	45.098	20,1	15,8	13,4	21,1	8,5	8,0	7,3	7,7	6,8	6,3	6,1	8,1	3,1	3,4	2,1	2,0	
España (IBEX 35)	340.406	16,1	15,3	12,7	19,6	8,0	7,7	6,7	7,2	8,0	15,6	6,8	8,5	3,2	3,6	3,1	2,7	
DJ Stoxx 600	5.670.597	18,0	14,6	13,2	13,2	9,7	6,9	6,1	6,0	10,8	8,3	7,4	9,0	3,1	3,4	2,9	3,8	
DJ Stoxx 50	2.497.867	16,8	13,9	12,9	6,2	8,9	7,7	7,2	4,7	10,7	9,7	9,1	6,8	3,3	3,6	2,7	2,5	
DJ Eurostoxx 50	1.617.147	15,9	13,3	12,0	8,0	7,2	6,6	6,0	5,0	7,9	7,5	7,0	6,8	3,4	3,7	2,4	2,1	
P. Ibérica Bienes de capital	24.499	17,0	12,4	10,6	53,4	7,8	6,2	5,5	14,1	7,9	6,4	5,9	15,6	2,9	3,2	1,7	1,6	
P. Ibérica Construcción	17.979	6,0	12,6	11,3	8,3	8,5	7,4	6,7	15,2	4,0	7,6	6,8	4,1	2,2	2,5	1,9	1,7	
P. Ibérica B. de consumo	26.649	21,5	17,9	15,3	25,3	9,6	8,3	7,3	12,2	12,5	10,9	9,5	19,2	1,9	2,2	3,7	3,3	
P. Ibérica Serv. consumidor	34.638	19,8	19,0	18,3	8,6	12,5	11,8	10,9	7,8	7,1	9,5	8,9	0,6	1,4	1,5	2,9	2,6	
P. Ibérica Financieras	120.987	16,0	13,1	11,9	16,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,6	1,9	1,8	
P. Ibérica Petróleo y gas	40.135	12,0	10,9	10,6	0,3	6,0	5,5	5,4	6,9	5,6	5,6	5,4	3,7	3,6	3,9	1,7	1,5	
P. Ibérica TMTs	120.212	29,5	22,2	18,4	-184,3	8,1	7,1	6,4	8,5	8,1	7,6	6,8	52,4	2,7	2,8	3,7	3,4	
P. Ibérica Utilities	46.125	14,2	12,9	11,6	9,8	8,5	8,1	7,4	5,7	5,1	5,9	5,5	4,8	4,3	4,7	1,6	1,5	
Total P. Ibérica	431.223	16,8	15,1	13,5	69,0	10,5	9,4	8,7	8,6	9,4	10,0	9,2	16,8	2,9	3,2	2,3	2,1	

Nota: la TACC se calcula sobre el período 2002-05P.

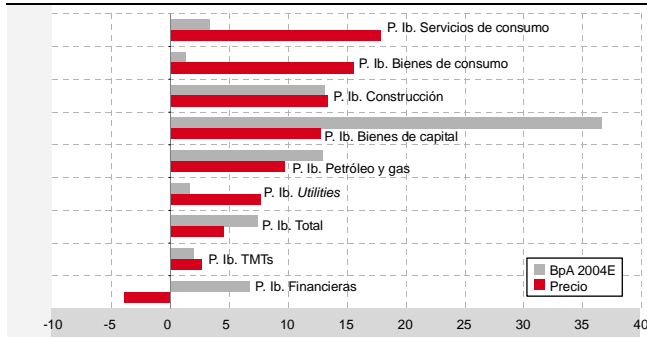
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

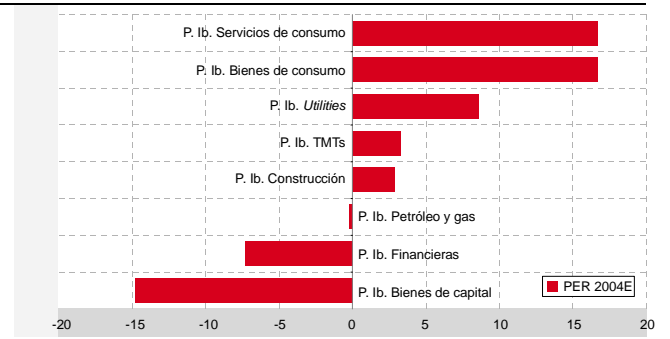
	Cierre 2-Sep	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el trim.	En el año	Desde 12M	
		Máx.	Mín.								Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	3.633	3.832	3.111	0,1	0,3	-0,4	-4,0	8,0	-2,7	2,1	-5,2	16,8
Alemania (DAX 30)	3.833	4.175	3.203	0,0	-0,8	-1,4	-6,5	7,5	-5,4	-3,3	-8,2	19,7
Italia (MIB 30)	27.564	28.806	24.680	1,8	0,0	0,2	-2,5	7,1	-2,2	3,2	-4,3	11,7
Portugal (PSI 20)	7.130	7.970	5.939	0,6	-0,4	-1,0	-8,2	18,1	-3,5	5,7	-10,5	20,1
España (IBEX 35)	7.984	8.478	6.665	1,9	1,5	1,0	-4,4	10,8	-1,2	3,2	-5,8	19,8
DJ Stoxx 600	236	248	206	0,7	0,0	-0,2	-4,3	8,0	-2,0	3,0	-4,9	14,8
DJ Stoxx 50	2.655	2.806	2.368	1,0	0,2	-0,5	-5,0	5,2	-1,2	-0,2	-5,4	12,1
DJ Eurostoxx 50	2.713	2.965	2.375	0,9	0,6	-0,6	-7,9	4,3	-3,5	-1,7	-8,5	14,2
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	1,5	1,9	3,9	3,3	23,6	3,6	12,8	-5,8	38,6
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	0,8	0,9	5,0	4,3	17,4	2,8	13,3	-3,1	27,3
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	2,3	1,3	3,3	4,8	-1,7	1,9	15,5	-12,2	28,5
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,4	3,1	8,0	3,7	21,7	4,9	17,9	ND	34,8
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	2,4	2,2	-0,9	-5,6	8,4	-2,0	-3,9	-10,3	17,8
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	3,4	-0,5	2,8	1,3	13,8	-0,4	9,7	-5,7	24,3
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	0,1	0,0	-0,5	-9,9	11,7	-3,2	2,7	-13,6	22,1
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	2,0	1,7	3,4	0,3	12,2	-0,9	7,7	-4,1	22,6
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	1,6	1,2	1,4	-3,5	11,6	-0,8	4,5	ND	23,4

Fuente: Bloomberg.

P. Ibérica – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004E por sectores (%)

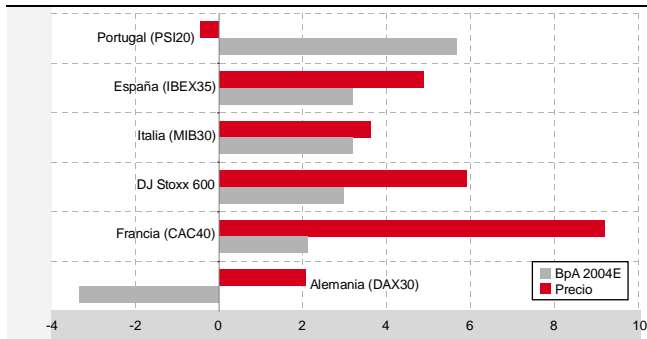


P. Ibérica – Variación relativa en el PER 2004E por sectores (%)

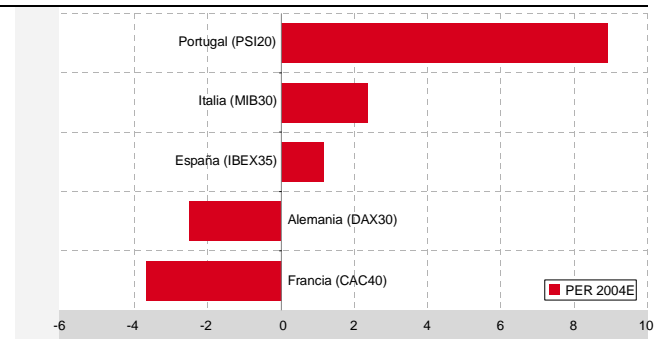


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

Europa – Variaciones en el año de los precios y estimaciones del BpA 2004P por países (%)



Europa – Variación relativa en el PER 2004P por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 02/09/04	Cap. burs. (€mm)	SCH Bolsa Recomen	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación IBEX 35	Ponderación PSI 20	Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC			EV/EBITDA (x)			TACC			PFC (x)			TACC			RpD (%)			PVC (x)			Compañía
										-1S	Trim.	Año	03E	04P	05P	02-05P	03E	04P	05P	EBITDA 02-05P	03E	04P	05P	FCPa 02-05P	03E	04P	05P	FCPa 02-05P	04P	05P	04P	05P	04P	05P			
Acerinox	ESP	EUR	11,2	2.935	Infracond.	11,3	0,9	1,0	-0,6	-4,7	19,3	17,5	8,5	5,8	29,4	11,8	6,9	4,5	23,1	8,4	5,0	3,8	25,7	3,5	3,8	1,2	1,0	Acerinox									
Arcelor	ESP	EUR	9,142	9.142	Comprar	16,8	17,4	1,3	-2,9	7,7	8,1	11,5	8,2	7,4	-303,8	5,9	4,8	4,6	15,8	4,9	3,9	3,8	15,8	3,5	3,5	0,9	0,8	Arcelor									
Cementos Portland	ESP	EUR	47,0	1.307	Infracond.	50,0	6,5		-0,6	-3,3	-0,1	8,8	9,9	9,2	7,5	5,6	5,0	4,4	3,7	5,7	5,7	5,4	8,3	2,4	2,4	1,4	1,3	Cementos Portland									
Cimpor	POR	EUR	4,2	2.809	Mantener	4,9	17,2		0,5	4,5	2,0	15,7	15,6	14,1	4,1	7,5	7,0	6,4	3,2	7,0	6,7	6,4	-1,5	4,3	4,6	2,7	2,5	Cimpor									
Ence	ESP	EUR	22,9	583	Comprar	28,0	22,3		-2,0	1,3	33,5	14,0	7,5	5,6	53,1	12,1	6,9	4,1	22,9	6,4	4,7	3,8	36,2	2,8	3,3	1,4	1,1	Ence									
Gamesa	ESP	EUR	11,8	2.871	Comprar	14,5	22,9	0,8	3,8	-2,6	35,7	14,2	12,1	10,9	24,9	11,2	8,7	7,6	17,0	8,7	7,6	6,8	24,7	2,7	3,0	4,1	3,3	Gamesa									
Tubacex	ESP	EUR	1,6	210	Comprar	2,0	26,6		-0,6	-3,7	11,3	36,7	16,4	9,4	5,8	10,9	8,7	5,4	13,4	8,7	9,5	5,5	-2,0	1,1	3,2	1,1	1,0	Tubacex									
Uralita	ESP	EUR	3,2	634	Comprar	4,0	24,6		3,5	2,9	30,5	-14,3	15,2	13,0	40,4	7,3	6,2	5,6	10,3	8,2	5,4	4,4	15,0	0,0	2,3	1,9	1,7	Uralita									
Zardoya Otis	ESP	EUR	17,1	4.000	Infracond.	18,6	8,5		0,3	8,7	14,0	26,3	27,0	24,8	6,0	20,4	19,2	18,0	8,9	24,1	24,8	22,9	38,3	3,5	3,6	25,2	23,0	Zardoya Otis									
Bienes de capital				24.499				3,1	3,3	1,5	3,6	12,8	17,0	12,4	10,6	53,4	7,8	6,2	5,5	14,1	7,9	6,4	5,9	15,6	2,9	3,2	1,7	1,6	Bienes de capital								
Acciona	ESP	EUR	50,7	3.219	Mantener	58,5	15,5		1,0	-0,9	5,0	1,7	14,0	11,8	19,5	6,8	5,8	5,1	25,9	1,3	7,8	6,9	41,2	3,6	4,2	1,2	1,1	Acciona									
ACS	ESP	EUR	14,0	4.926	Comprar	16,2	16,0	1,7	0,0	0,8	8,2	13,0	10,7	9,9	15,3	5,9	5,2	4,5	11,8	5,8	6,7	6,3	1,2	2,3	2,5	2,3	2,0	ACS									
FCC	ESP	EUR	30,4	3.968	Comprar	33,5	10,2	0,8	1,1	-0,2	3,9	12,9	11,6	10,6	11,0	6,2	5,5	5,0	6,1	8,6	6,9	6,3	7,9	4,3	4,9	2,0	1,8	FCC									
Ferrovial	ESP	EUR	37,0	5.312	Comprar	43,1	16,3	1,5	0,0	0,7	21,9	23,2	13,7	11,0	45,7	8,0	6,4	5,9	20,2	9,2	10,5	9,2	-9,9	1,7	1,8	2,7	2,4	Ferrovial									
OHL	ESP	EUR	6,2	554	Infracond.	6,7	8,2		-1,7	-3,3	4,6	11,4	9,2	7,8	24,4	6,8	6,8	6,3	32,3	4,4	3,6	3,0	15,4	2,5	3,1	1,0	0,9	OHL									
Construcción				17.979				4,9	0,0	0,8	-2,8	13,3	6,0	12,6	11,3	8,3	8,5	7,4	6,7	15,2	4,0	7,6	6,8	4,1	2,2	2,5	1,9	1,7	Construcción								
Aldeasa	ESP	EUR	24,0	504	Comprar	27,5	19,6		-2,0	-2,0	20,0	17,6	13,7	12,7	21,4	7,5	6,2	5,8	10,6	10,4	8,5	7,8	15,9	4,4	4,8	2,6	2,4	Aldeasa									
Altadis	ESP	EUR	26,5	7.686	Comprar	28,7	3,9	2,6	3,6	4,2	17,6	18,4	15,2	12,0	14,6	8,2	7,2	6,8	9,2	11,6	9,8	8,2	18,9	3,3	4,2	4,8	4,6	Altadis									
Barón de Ley	ESP	EUR	32,0	247	Comprar	38,4	20,0		0,7	-3,4	-15,8	11,5	12,9	12,4	-0,2	8,0	7,7	7,1	9,9	8,3	9,0	8,3	3,3	0,0	0,0	1,6	1,4	Barón de Ley									
Cortefiel	ESP	EUR	8,9	686	Mantener	8,7	10,4		0,0	0,7	21,9	23,2	13,7	11,0	45,7	8,5	6,1	5,1	20,6	8,7	6,6	5,8	-3,3	3,1	3,6	2,0	1,7	Cortefiel									
Ebro Puleva	ESP	EUR	9,5	1.459	Comprar	13,0	37,1		0,3	-3,8	5,5	14,5	11,2	10,0	14,8	7,4	7,5	6,3	7,5	6,8	6,2	5,6	11,0	3,4	3,4	1,5	1,3	Ebro Puleva									
Faes	ESP	EUR	12,3	662	Infracond.	11,9	-2,9		-0,3	-1,4	6,3	25,6	24,9	23,3	9,9	15,7	14,6	13,3	13,0	16,6	16,1	15,0	2,1	2,5	2,6	4,9	4,5	Faes									
Inditex	ESP	EUR	19,4	12.093	En rev.	21,5	10,8	2,5	2,6	2,9	20,5	23,6	19,0	16,1	19,8	11,6	9,4	7,7	18,3	16,0	13,1	11,0	21,4	1,3	1,6	4,5	3,7	Inditex									
Jerónimo Martins	POR	EUR	8,9	1.120	Infracond.	9,4	5,6	1,5	0,6	-3,3	-3,7	16,3	14,7	15,1	-167,6	6,5	5,6	5,3	6,9	5,7	5,2	5,2	-299,6	2,5	2,7	4,2	3,3	Jerónimo Martins									
Sos Cuétara Koipe	ESP	EUR	25,5	729	Infracond.	15,8	-38,0		0,9	5,0	26,9	35,0	27,2	23,3	26,3	12,6	9,3	8,1	18,4	13,8	10,7	9,5	-6,1	0,4	0,4	2,1	1,9	Sos Cuétara Koipe									
Viscofán	ESP	EUR	7,6	373	Infracond.	8,1	6,0		1,7	-1,7	8,4	12,1	18,5	13,9	7,8	7,8	8,1	6,4	-3,5	6,2	7,4	6,0	-5,9	1,2	1,1	2,1	1,3	Viscofán									
Zelitia	ESP	EUR	5,4	1.080	Infracond.	4,7	-13,6	0,4	1,3	-4,4	-3,9	383,4	-152,7	75,3	-243,9	-230,5	412,7	411,3	-17,1	34,8	-121,5	544,3	-52,4	0,0	0,0	3,4	3,6	Zelitia									
B. de consumo				26.649				5,5	1,5	2,3	1,9	15,5	21,5	17,9	17,3	25,3	9,6	8,1	7,3	12,2	12,5	10,9	9,5	19,2	1,0	2,2	3,7	3,3	B. de consumo								
NH Hoteles	ESP	EUR	8,8	1.052	Comprar	10,6	20,5	0,4	1,1	-2,7	-3,4	20,6	21,3	20,0	-15,0	11,4	9,1	8,9	-5,1	6,7	8,1	8,2	-13,1	2,8	2,8	1,7	1,6	NH Hoteles									
Sol Meliá	ESP	EUR	6,6	1.225	Infracond.	6,7	1,1		-1,3	-10,3	16,1	32,0	24,2	18,7	154,4	10,4	9,3	7,9	3,6	6,5	6,2	5,6	20,2	1,2	1,7	1,5	1,4	Sol Meliá									
TelePizza	ESP	EUR	1,6	347	Infracond.	1,4	-12,9		5,4	-4,3	26,0	-25,4	16,8	14,8	63,0	8,3	7,2	6,1	3,7	318,0	7,5	7,6	7,6	0,0	0,0	4,3	3,3	TelePizza									
Amadeus	ESP	EUR	5,8	3.411	Comprar	6,1	19,1	1,2	2,9	6,7	11,7	21,5	17,5	16,9	10,9	6,4	5,9	5,6	2,9	7,5	8,1	7,9	4,5	1,2	1,7	3,7	3,2	Amadeus									
Iberia	ESP	EUR	2,2	2.030	Mantener	2,4	7,8	0,7	0,9	-7,6	-4,4	13,9	11,7	17,1	-9,5	12,6	12,2	14,1	-11,1	5,5	7,8	8,6	-9,3	2,3	2,3	1,3	1,3	Iberia									
Logista	ESP	EUR	34,1	1.577	Comprar	38,0	11,6		1,0	28,4	39,0	19,8	18,3	12,4	18,2	9,7	10,1	6,8	21,5	16,5	15,2	9,3	25,3	2,2	3,2	3,7	3,1	Logista									
Abertis	ESP	EUR	14,9	8.196	N/R	N/R	2,6		2,5	9,1	30,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	Abertis									
Brisa	POR	EUR	6,0	3.612	Comprar	7,6	26,0	8,6	-1,5	1,7	13,8	19,9	18,0	17,9	-1,9	12,7	12,5	12,2	7,8	12,0	11,2	10,7	-5,4	4,2	4,2	2,5	2,4	Brisa									
Inm. Colonial	ESP	EUR	23,9	1.341	Comprar	27,8	16,1		0,8	14,0	26,0	15,6	12,9	12,0	15,0	12,4	18,7	14,1	26,7	12,0	8,6	7,6	25,0	4,7	5,0	1,8	1,7	Inm. Colonial									
Inm. Urbis	ESP	EUR	9,4	1.201	Infracond.	10,3	9,5	0,8	-0,1	3,7	19,9	16,4	13,1	10,4	22,3	12,6	11,6	9,4	20,8	8,2	7,2	9,0	3,8	1,9	2,4	1,7	1,6	Inm. Urbis									
Metrovacesa	ESP	EUR	36,3	2.314	Comprar	34,5	10,4		3,7	15,4	40,3	14,1	10,6	10,5	13,9	19,0	14,4	14,0	17,4	9,8	9,0	8,8	7,5	3,0	3,5	2,9	3,0	Metrovacesa									
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	11,4	3.045	Infracond.	12,5	9,3		2,6	4,2	-2,3	7,8	8,4	7,7	3,9	16,0	12,2	11,3	22,8	1,7	4,7	4,5	-0,8	2,8	3,1	1,9	1,6	Sacyr Vallehermoso									
Abengoa	ESP	EUR	7,1	642	Comprar	8,7	22,5		-0,7	-1,5	23,1	18,3	12,5	9,9	3,6	5,7	5,8	5,0	8,9	6,0	4,6	4,1	5,4	2,0	2,0	1,9	1,5	Abengoa									
Aguas Barcelona	ESP	EUR	14,7	2.134	Comprar	17,5	19,5		1,2	4,6	23,8	10,9	18,4	16,2	-0,9	7,2	7,9	7,3	1,0	6,0	13,8	6,6	-17,8	2,3	2,4	1,8	1,7	Aguas Barcelona									
Prosegur	ESP	EUR	12,8	788	Mantener	15,0	17,5		1,0	1,1	-1,0	17,4	16,5	13,7	12,3	7,5	7,2	5,9	2,4	8,0																	

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Amadeus	8,9	Prosegur	-1,9
Metrovacesa	8,8	Repsol YPF	-2,2
Gamesa	8,8	Ebro Puleva	-2,4
Logista	6,4	Acerinox	-2,5
Unión Fenosa	6,1	Sol Meliá	-2,6
Zardoya Otis	5,2	Barón de Ley	-3,0
Iberia	4,3	Terra Lycos	-3,4
Sacyr Vallehermos	4,0	Tubacex	-3,7
Uralita	3,9	Cortefiel	-3,8
Grupo Santander	3,7	Jazztel	-3,8

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Logista	31,0	Banesto	-4,4
Inm. Colonial	19,5	Barón de Ley	-4,8
Metrovacesa	16,9	Ebro Puleva	-5,3
Amadeus	16,2	Zeltia	-5,8
Ferrovial	14,0	Prisa	-6,1
Abertis	12,6	Gamesa	-6,2
Zardoya Otis	11,8	Iberia	-6,8
Uralita	10,6	Jazztel	-7,4
Arcelor	9,8	BCP	-8,5
Aguas Barcelona	8,9	Sogecable	-9,2

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Metrovacesa	No var.	TPI	-17,9
Sos Cuétara Koipe	-0,1	Barón de Ley	-17,9
REE	-0,1	Inditex	-19,2
Abertis	-0,2	Sonae SGPS	-19,6
Aguas Barcelona	-0,2	Prisa	-20,9
Inm. Colonial	-0,3	BCP	-21,0
Unión Fenosa	-0,5	Corp. Mapfre	-21,1
Ferrovial	-0,7	Sogecable	-24,9
Altadis	-1,3	Iberia	-26,6
Uralita	-1,5	Jazztel	-43,2

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	91,1	B. Popular	9,0
Gamesa	77,0	Corp. Mapfre	8,5
Metrovacesa	68,8	BCP	7,5
Uralita	66,0	Bankinter	7,4
Ferrovial	59,4	Zeltia	6,5
Jerónimo Martins	57,4	Prosegur	5,3
Logista	54,7	NH Hoteles	5,1
Inm. Urbis	54,0	Terra Lycos	5,1
Prisa	48,3	Jazztel	4,2
Cortefiel	48,1	Barón de Ley	2,4

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia		Aldeasa	1,5
Jazztel	2,8	Prosegur	1,5
Terra Lycos	2,7	Telefónica	1,5
Zardoya Otis	2,6	ACS	1,5
B. Guipuzcoano	2,5	Ebro Puleva	1,5
B. Valencia	2,5	Brisa	1,4
OHL	2,5	BPI	1,4
Cimpor	2,5	Ferrovial	1,4
Cement. Portland	2,5	Arcelor	1,2
Metrovacesa	2,3	Sonae SGPS	1,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	ND	BES	0,3
Arcelor	Tod. posit.	Metrovacesa	0,1
Sonae SGPS	Tod. posit.	Cementos Portland	0,0
Ferrovial	Tod. posit.	Terra Lycos	0,0
Barón de Ley	Tod. posit.	Cimpor	0,0
Indra	Tod. posit.	OHL	0,0
Corp. Mapfre	Tod. posit.	Zardoya Otis	0,0
Brisa	Tod. posit.	B. Valencia	0,0
BPI	Tod. posit.	B. Guipuzcoano	0,0
Tubacex	Tod. posit.	Jazztel	0,0

BpA Consenso/BpA SCH 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	272,8	Gas Natural	-8,9
CF Alba	128,4	Inditex	-9,0
Jazztel	54,4	Sacyr Vallehermo	-10,6
Telefónica	43,1	Tubacex	-17,6
Sos Cuétara Koip	27,4	Ence	-21,8
Prosegur	26,1	PT Multimédia	-25,2
Inm. Urbis	22,4	Acerinox	-29,3
Portugal Telecom	21,7	Terra Lycos	-34,5
Jerónimo Martins	21,6	Sonae SGPS	-38,2
B. Sabadell	17,5	Zeltia	-69,3

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	--	CF Alba	14,3
Arcelor	100,0	Metrovacesa	7,7
Sonae SGPS	100,0	Cementos Portland	0,0
Aldeasa	80,0	Terra Lycos	0,0
Telefónica	76,5	Cimpor	0,0
BPI	75,0	OHL	0,0
ACS	73,3	Zardoya Otis	0,0
Prosegur	72,7	B. Valencia	0,0
Amadeus	72,2	B. Guipuzcoano	0,0
Ferrovial	72,2	Jazztel	0,0

(*) 1= Comprar, 2=Mantener; 3=Infraponderar.

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	35,2	Sogecable	-252,3
Sonae SGPS	31,3	Zeltia	-152,8
Sos Cuétara Koipe	27,2	Terra Lycos	-20,8
Prisa	27,0	Jazztel	-3,0
Zardoya Otis	27,0	Ence	7,5
Faes	24,9	Arcelor	8,4
Sol Meliá	24,2	Sacyr Valleherm	8,4
CF Alba	22,9	Acerinox	8,5
Telefónica	22,7	OHL	9,2
NH Hoteles	21,3	Repsol YPF	9,3

RpD 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
TPI	5,1	Terra Lycos	0,0
Endesa	4,8	Sonae SGPS	0,0
Inm. Colonial	4,7	Sogecable	0,0
Iberdrola	4,6	Barón de Ley	0,0
REE	4,5	Zeltia	0,0
Portugal Telecom	4,4	Jazztel	0,0
EDP	4,4	TelePizza	0,0
Aldeasa	4,4	Uralita	0,0
FCC	4,3	Sos Cuétara Koipe	0,4
Cimpor	4,3	CF Alba	0,4

P/FC 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
CF Alba	114,6	Zeltia	-121,5
Zardoya Otis	24,8	Sonae SGPS	3,2
Terra Lycos	20,8	OHL	3,6
PT Multimédia	17,1	Arcelor	3,9
Faes	16,1	Repsol YPF	4,3
Logista	15,2	Abengoa	4,6
Indra	15,1	Ence	4,7
Sogecable	14,4	Sacyr Vallehermo	4,7
Aguas Barcelona	13,8	Endesa	5,0
Inditex	13,1	Acerinox	5,0

P/V 2004E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	25,2	Jazztel	0,4
Sogecable	11,0	Terra Lycos	0,5
TPI	9,1	Arcelor	0,9
PT Multimédia	6,0	OHL	1,0
Faes	4,9	Tubacex	1,1
Altadis	4,8	Acciona	1,2
Inditex	4,5	EDP	1,2
TelePizza	4,3	Acerinox	1,2
Jerónimo Martins	4,2	Iberia	1,3
Indra	4,2	Corp. Mapfre	1,3

Revisiones del BpA 2004E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	40,7	Zeltia	NS
CF Alba	31,1	Sonae SGPS	-37,0
Uralita	25,1	Cimpor	-25,0
Inm. Urbis	23,3	Viscofán	-21,5
Repsol YPF	23,1	NH Hoteles	-19,5
Cementos Portlan	20,5	Prosegur	-17,5
Prisa	20,2	Altadis	-11,8
Metrovacesa	20,2	Tubacex	-10,2
Inm. Colonial	18,9	Sacyr Vallehermo	-8,5
Gamesa	17,0	ACS	-7,1

FCpA/DpA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Prisa	13,2	Zardoya Otis	1,2
Abengoa	11,0	TPI	1,7
OHL	11,0	CF Alba	1,9
Amadeus	10,1	PT Multimédia	2,1
Tubacex	9,3	Brisa	2,1
Viscofán	8,6	Faes	2,5
Jerónimo Martins	7,6	Inm. Colonial	2,5
Ence	7,5	Aldeasa	2,7
Sacyr Vallehermo	7,5	Logista	3,0
Arcelor	7,3	Iberdrola	3,0

Deuda/recursos propios 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	409,8	Zardoya Otis	NS
Sacyr Vallehermo	388,1	Iberia	-59,9
Sogecable	355,3	Terra Lycos	-48,7
Metrovacesa	316,7	Indra	-26,5
Telefónica Móvil	262,7	Aldeasa	-25,2
REE	245,5	Inditex	-24,6
Sonae SGPS	214,9	CF Alba	-20,5
Ferrovial	189,0	Logista	-17,4
Brisa	181,3	Zeltia	-8,1
Unión Fenosa	174,2	PT Multimédia	-5,4

ROE 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	98,4	Jazztel	-13,4
TPI	46,9	Sogecable	-3,9
Telefónica Móviles	44,2	Terra Lycos	-2,6
Metrovacesa	42,2	Zeltia	-2,2
Jerónimo Martins	41,3	Sol Meliá	6,3
Gamesa	38,6	Tubacex	7,2
Altadis	31,5	CF Alba	7,8
TelePizza	31,0	NH Hoteles	7,9
Inditex	26,1	EDP	8,0
Sacyr Vallehermos	24,5	Viscofán	8,1

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	154,4	Arcelor	-303,8
TelePizza	63,0	Zeltia	-243,9
Ence	53,1	PT Multimédia	-230,8
Cortefiel	45,7	Sogecable	-201,0
Uralita	40,4	Telefónica Móvil	-186,0
Acerinox	29,4	Telefónica	-180,9
Sos Cuétara Koipe	26,3	Jerónimo Martins	-167,6
Portugal Telecom	25,8	Sonae SGPS	-149,9
Gamesa	24,9	Terra Lycos	-82,6
OHL	24,4	Jazztel	-55,4

TACC DpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	122,4	Uralita	32,5
TPI	40,6	Prisa	-7,4
FCC	40,6	BCP	-6,6
Indra	34,2	CF Alba	0,0
Portugal Telecom	34,1	B. Pastor	0,7
BPI	29,3	Ferrovial	1,3
Inditex	29,0	Sacyr Vallehermos	1,4
Repsol YPF	28,6	B. Valencia	1,8
Banesto	27,9	Cementos Portland	1,8
Gas Natural	25,2	B. Sabadell	1,8

TACC EBITDA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	51,8	Jazztel	-199,7
PT Multimédia	45,2	Terra Lycos	-185,8
OHL	32,3	CF Alba	-37,5
Inm. Colonial	26,7	Zeltia	-17,1
Acciona	25,9	Iberia	-11,1
Acerinox	23,1	NH Hoteles	-5,1
Ence	22,9	Viscofán	-3,5
Sacyr Vallehermos	22,8	Aguas Barcelona	1,0
REE	22,7	Endesa	1,1
Logista	21,5	Prosegur	2,4

TACC ingresos 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	38,2	CF Alba	-21,4
Gamesa	24,9	Enagás	-5,2
Logista	24,3	Jerónimo Martins	-2,2
Sacyr Vallehermos	23,9	Viscofán	-1,2
Sos Cuétara Koipe	21,9	BBVA	-0,9
Sogecable	19,0	Repsol YPF	-0,6
Inditex	18,3	TelePizza	0,2
B. Sabadell	17,9	Iberia	1,8
Acerinox	15,7	Unión Fenosa	1,8
Faes	14,7	Cementos Portland	2,0

Margen neto 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	37,2	Jazztel	-18,3
B. Popular	29,5	Terra Lycos	-12,9
B. Valencia	28,7	Sogecable	-1,0
Banesto	27,9	Sonae SGPS	0,8
Metrovacesa	27,1	Jerónimo Martins	2,0
Bankinter	25,6	Corp. Mapfre	2,3
Barón de Ley	25,0	OHL	2,6
BBVA	24,8	Sos Cuétara Koipe	2,7
Grupo Santander	24,1	Abengoa	2,9
B. Guipuzcoano	22,1	Uralita	3,2

TACC FCpA 2002-05P (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica	122,6	Jerónimo Martins	-299,6
PT Multimédia	45,3	Terra Lycos	-162,7
Acciona	41,2	Zeltia	-52,4
Zardoya Otis	38,3	CF Alba	-40,8
Sogecable	36,9	Jazztel	-35,1
Ence	36,2	Aguas Barcelona	-17,8
Portugal Telecom	32,0	NH Hoteles	-13,1
Acerinox	25,7	Ferrovial	-9,9
Logista	25,3	Iberia	-9,3
Inm. Colonial	25,0	Sos Cuétara Koipe	-6,1

Margen EBITDA 2004E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	84,2	Terra Lycos	2,8
REE	51,0	Zeltia	3,7
Telefónica Móviles	46,3	Iberia	7,3
Barón de Ley	44,4	Jerónimo Martins	8,5
Inm. Colonial	44,2	ACS	8,8
Telefónica	43,2	Sos Cuétara Koipe	9,6
Portugal Telecom	41,3	OHL	9,8
Cimpor	38,7	Jazztel	10,1
Metrovacesa	36,9	Arcelor	10,4
Cementos Portland	34,6	Sonae SGPS	10,8

Potencial hasta el precio objetivo de SCH (%)			
10 mejores		10 peores	
Tubacex	26,6	Sos Cuétara Koipe	-38,0
Brisa	26,0	B. Valencia	-29,2
Telefónica Móvil	24,9	B. Guipuzcoano	-25,5
Uralita	24,6	Zeltia	-13,6
Telefónica	23,6	TelePizza	-12,9
Gamesa	22,9	CF Alba	-8,9
BES	22,7	REE	-5,1
Abengoa	22,5	Metrovacesa	-4,9
Ence	22,3	Faes	-2,9
Repsol YPF	22,0	Acerinox	0,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.



VII. ACTIVIDAD CORPORATIVA

Actividad corporativa – Acuerdos en curso con compañías dentro de nuestro universo de cobertura

Fecha de anuncio	Fecha de vencimiento	Objetivo				Comprador	Tipo de acuerdo	Precio ofrecido			Observaciones
		Nombre	Ticker	País	Negocio			Por acción (€)	Prima (desc.) (%)		
29-Dic-03	Mar-04	Parques Reunidos	PQR.MC	ESP	Ocio	Advent	Recompra de minoritarios	6,25	0,0		Recompra de minoritarios en efectivo por el 9,4% restante.
06-Feb-04	ND	B. Atlantico	ATL.MC	ESP	Bancos	Banco Sabadell	ND	ND	ND		Oferta
07-Jul-04	Ago-04	Portucel	PLRT.IN	POR	Distribución	Semapa	ND	1,55	5,3		Oferta

Fuentes: compañías, Bloomberg, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.

Actividad corporativa – Acuerdos más recientes con compañías de nuestro universo de cobertura

Fecha anuncio	Nombre	Objetivo				Comprador	Partic. (%)	Total (mn €)	Precio ofrecido			Observaciones
		Ticker	País	Negocio					Por acc. (€)	Prima (des.) (%)		
09-Dic-03	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	4,8	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Pemex para ser ejercitado en 2010, con un cupón del 4-4,5% y una prima del 30-35%.	
11-Dic-03	Grupo Prisa	PRS.MC	ESP	Medios de comunicación	Inversores institucionales	5,0	ND	ND	ND		Emisión de un bono canjeable por Prisa para ser ejercitado en 2008, con un precio de cambio de 14,85 €/acción.	
17-Dic-03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	1,1	ND	ND	ND		Comprada a Amancio Ortega.	
17-Dic-03	Sacyr-Vallehermoso	SYV.MC	ESP	Inmobiliaria	Inversores institucionales	0,5	ND	ND	ND		Comprada a Alicia Koplowitz.	
17-Dic-03	Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Internet	Terra Lycos	4,4	ND	ND	ND		Comprada a Citibank. Esto le permite a Telefónica aumentar su participación en Terra Lycos del 72% al 75,3%.	
19-Dic-03	Sogecable	SGC.MC	ESP	Medios de comunicación	Telefónica	2,6	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 22,2% de Telefónica.	
23-Dic-03	Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	Alberto Alcocer y Alberto Cortina	3,1	13	16,71	-3,4		Comprada a Barclays (anteriormente en manos del Banco Zaragozano).	
12-Ene-04	Banco Popular	POP.MC	ESP	Bancos	Mutua Madrileña	2,5	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado Añadida a la participación del 3,0% de Mutua Madrileña.	
20-Ene-04	Unión Fenosa	UNF.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	2,0	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado.	
21-Ene-04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Grupo de seis cajas de ahorros	5,0	ND	ND	ND		Bono convertible emitido por Prisa con vencimiento en 2008, cuyo precio de canje es de 14,85 €/acción.	
30-Ene-04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	La Caixa	1,2	ND	ND	ND		Adquirida en el mercado. Añadida a la participación del 31,1% de La Caixa.	
02-Feb-04	Telefónica	TEF.MC	ESP	Telecoms	Inversores institucionales	ND	ND	ND	1,5		ND	
02-Feb-04	Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,8		ND	
02-Feb-04	Iberdrola	IBE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,4		ND	
02-Feb-04	Gas Natural	GAS.MC	ESP	Petróleo y gas	Inversores institucionales	ND	ND	ND	2,3		ND	
02-Feb-04	Endesa	ELE.MC	ESP	Electricidad	Inversores institucionales	ND	ND	ND	0,5		ND	
05-Feb-04	Campofrío	CPF.MC	ESP	Alimentación	Smithfield	ND	ND	ND	15,0		70	
12-Feb-04	BCP	BCP.IN	ESP	Bancos	BPI	ND	ND	ND	5,0		ND	
12-Feb-04	Amadeus	AMS.MC	ESP	Software y serv. inform.	Mercado	13,2	394	5,05	-3,2		Lufthansa coloca una participación del 13,2%	
26-Feb-04	Ebro Puleva	EVA.MC	ESP	Alimentación	Mercado	14,2	196,5	9,00	-6,2		ND	
05-May-04	Charter One	CF.N	EEUU	Bancos	RBoS	100,0	11	-	-		-	
06-May-04	Agbar	AGS.MC	ESP	Agua	Mecado	11,6	238	14,20	3,0		Comprado a Endesa.	

Fuentes: compañías, Bloomberg, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.

Actividad corporativa – Principales compañías objetivo de nuestro universo de cobertura

Compañía objetivo	Ticker	País	Negocio	Cap. bursátil ²		Free float	Socio potencial
				(mn €)	(mn €)	%	
Banco de Valencia	BVA.MC	ESP	Bancos	1.747	996	57	Bancaja (participación del 38%)
Banco Guipuzcoano	GUI.MC	ESP	Bancos	733	462	63	BBK (participación del 15%), Kutxa (participación del 10%)
BPI	BPIN.IN	POR	Bancos	2.250	1.215	54	BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell
Barón de Ley	BDL.MC	ESP	Bebidas	247	176	71	Diageo, Allied Domecq
Cementos Portland	CPL.MC	ESP	Materiales de const.	1.307	431	33	FCC (participación del 58%)
Uralita	URA.MC	ESP	Materiales de const.	634	279	44	Lafarge, Saint-Gobain
Vidrala	VID.MC	ESP	Materiales de const.	256	118	46	Owens Illinois, BSN Group
FCC	FCC.MC	ESP	Construcción	3.968	1.508	38	Acciona (participación del 8,7%)
Unión Fenosa ¹	UNF.MC	ESP	Electricidad	5.698	3.931	69	EDP, Enel
Zardoya Otis	ZOT.MC	ESP	Ingeniería y maquinaria	4.008	1.523	38	UTH
SOS Cuétara	SOS.MC	ESP	Alimentación	729	328	45	Grandes multinacionales de la alimentación (p. ej. Nestlé)
TelePizza	TPZ.MC	ESP	Alimentación	347	281	81	Domino's Pizza, Tricon
Viscofán	VIS.MC	ESP	Alimentación	373	373	100	Fondo de capital riesgo
Ence	ENC.MC	ESP	Papel y celulosa	583	361	62	Portucel (participación del 8%)
Amper	AMP.MC	ESP	Tecnología - T	104	79	76	Tecnocom, Indra
NH Hoteles	NHH.MC	ESP	Alojamiento	1.052	631	60	Hilton, InterContinental
PT Multimedia	PTMN.IN	POR	Medios de comun.	2.799	1.008	36	Portugal Telecom (participación del 66,7%)
Recoletos ¹	REC.MC	ESP	Medios de comun.	779	148	19	Pearson (participación del 79%), Vocento
Brisa	BRIS.IN	POR	Autopistas	3.612	1.662	46	Abertis (participación del 10%)
Cepsa ¹	CEP.MC	ESP	Petróleo y gas	8.081	646	8	Total (participación del 45%)
Repsol YPF	REP.MC	ESP	Petróleo y gas	21.951	17.561	80	Total, cualquier <i>supermajor</i> de EEUU
Zeltia	ZEL.MC	ESP	Farmacéuticas	1.080	767	71	Johnson & Johnson
Inmob. Urbis ¹	URB.MC	ESP	Inmobiliarias	1.201	336	28	Caltagirone, Fadesa, Inmob. Colonial
Indra	IDR.MC	ESP	Software y serv. inf.	1.655	1.407	85	Large IT companies (p. ej. Tietoanator)
ServicePoint	SPS.MC	ESP	Software y serv. inf.	91	88	96	Xerox, OCE
Terra Lycos	TRR.MC	ESP	Software y serv. inf.	1.726	432	25	Telefónica (participación del 75%)
TPI	TPI.MC	ESP	Software y serv. inf.	2.000	800	40	Telefónica (participación del 60%)
Tubacex	TUB.MC	ESP	Acero y otros materiales	210	191	91	Tubos Reunidos
Prosegur	PSG.MC	ESP	Servicios auxiliares	788	299	38	Group 4 Falck, UTC
Transportes Azkar	TAZ.MC	ESP	Servicios auxiliares	296	98	33	TNT Post, Deutsche Post, La Poste
Jazztel	JAZ.MC	ESP	Servicios de telecom.	141	123	87	Auna, ONO, Uni2
Sonae.com	SNCP.IN	POR	Servicios de telecom.	724	123	17	France Telecom, Vodafone
Telef. Móviles	TEM.MC	ESP	Servicios de telecom.	36.593	2.562	7	Telefónica (participación del 93%)
Cortefiel	CTF.MC	ESP	Textil	696	306	44	El Corte Inglés
Altadis	ALT.MC	ESP	Tabaco	7.686	7.532	98	BAT, Imperial
Iberia	IBLA.MC	ESP	Transporte	2.030	1.117	55	British Airways

Nota: agrupados por sectores.

(1) Grupo Santander Central Hispano tiene una participación del 3% o mayor en esta compañía.

(2) Precios de mercado del 2 de septiembre de 2004.

Fuentes: compañías, Bloomberg, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argentaria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.

